ISSN 1306-4509

TÜRKİYE CUMHURİYET
MERKEZ BANKASI



enflasyon raporu

2013-I

İçindekiler

1. GENEL DEĞERLENDİRME **1**

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar 2
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar 7
1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü 12
1.4. Riskler ve Para Politikası 14

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER **21**

2.1. Küresel Büyüme 22
2.2. Emtia Fiyatları 25
2.3. Küresel Enflasyon 27
2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri 29
2.5. Sermaye Akımları 31
2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri 32

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ **39**

3.1. Enflasyon 39
3.2. Beklentiler 49

4. ARZ ve TALEP GELİŞMELERİ **53**

4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep 54
4.2. Dış Talep 57
4.3. Emek Piyasası 61

5. FİNANSAL PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK **75**

5.1. Finansal Piyasalar 76
5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler 89

6. KAMU MALİYESİ **105**

6.1. Bütçe Gelişmeleri 106
6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler 109

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER **115**

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar 115
7.2. Orta Vadeli Görünüm 118
7.3. Riskler ve Para Politikası 121

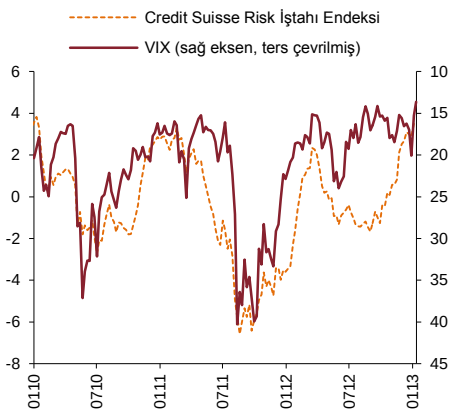
KUTULAR

Kutu 1.1. Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı? 17
Kutu 2.1. Mali Uçurum ve Olası Etkileri 35
Kutu 3.1. Tütün Ürünlerinde Vergilendirme Yönteminde Son Değişiklikler ve ÖTV Artışlarının Fiyatlara Etkisi 50
Kutu 4.1. Türkiye İhracat Büyümesinin Küresel Hasıla ve Pazar Payı Bileşenleri 61
Kutu 4.2. 2012 Yılı Cari İşlemler Dengesinin Geriye Dönük Bir Muhasebesi 70
Kutu 5.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı 95
Kutu 5.2. TCMB Para Politikası ve ABD Doları/TL Döviz Kuru Beklentileri: Ülkelerarası Karşılaştırma 99
Kutu 6.1. Türkiye'de Vergi Gelirlerinin İktisadi Döngülere Duyarlılığı 112
Kutu 7.1. 2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları 124

1. Genel Değerlendirme

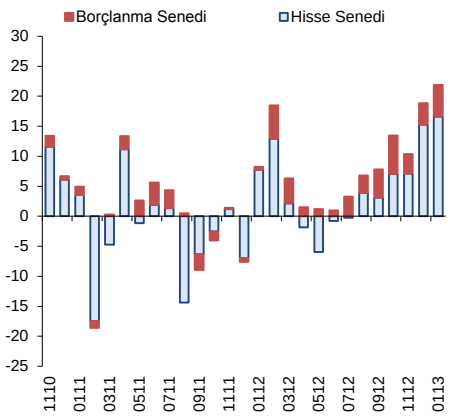
2012 yılının son çeyreğinde küresel ekonomiye dair en kötü risklerin geride kaldığı algılamasının güçlenmesiyle risk iştahında yıl ortasından itibaren gözlenen artış eğilimi belirginleşmiştir (Grafik 1.a). Bu dönemde, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne yönelik atılan somut adımların yanı sıra ABD ve Çin ekonomisine dair olumlu gelişmeler risk iştahını destekleyen başlıca gelişmeler olmuştur. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde büyüme görünümünün halen zayıf seyrini koruması nedeniyle miktarsal genişleme politikalarına devam edilmiştir.

Grafik 1.a.
Küresel Risk İştahı Endeksleri



Kaynak: Credit Suisse, Bloomberg.

Grafik 1.b.
Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları
(Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

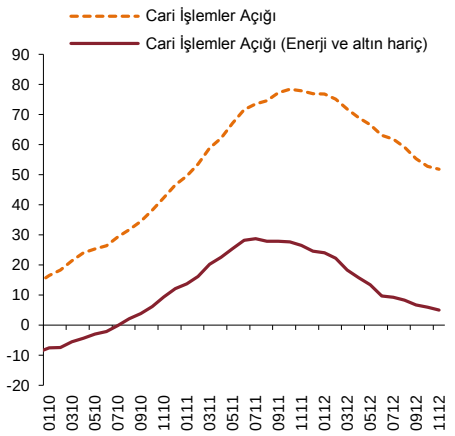
Küresel ölçekte parasal genişlemenin sürmesi, risk iştahındaki artışla birleşince gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının hızlanmasına neden olmuştur (Grafik 1.b). Kriz sonrası gelişmekte olan ülkelerin göreli riskliliğindeki düşüş sonucu fon yönetim şirketlerinin portföy bileşiminde bu ülkelerin lehine gözlenen değişim de bu gelişmede belirleyici olmuştur. Böylelikle, 2013 yılının başı itibarıyla sermaye akımları yakın tarihin en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin geleneksel politikaların dışında alternatif tedbirlere başvurma eğilimlerini artırken, esnek bir politika çerçevesine sahip olmanın önemini bir kez daha ortaya koymuştur.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözeten yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamış, Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamış, bu kapsamda ek politika araçları geliştirilmiştir. Yeni politika stratejisinde sermaye akımlarının krediler ve döviz kurunda yol açabileceği aşırı oynaklığın sınırlanmasına özel önem atfedilmiştir. Bu çerçevede 2010 yılının sonlarından itibaren kredilerin büyüme hızı yavaşlatılırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

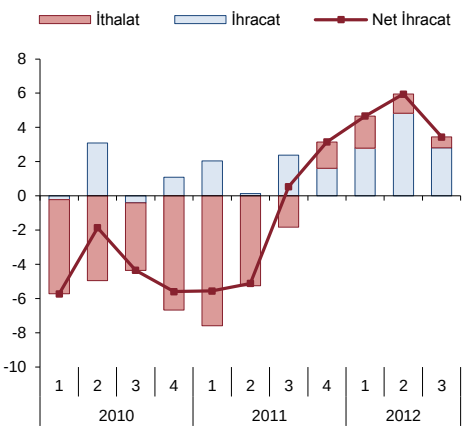
2012 yılı boyunca açıklanan veriler uygulanan politikaların etkili olduğunu göstermiştir. Bu dönemde büyüme kompozisyonu daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmiştir. Nitekim, cari işlemler dengesindeki iyileşme sürerken (Grafik 1.1.1) net ihracatın büyümeye katkısı belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.1.2). Bu dönemde hem ihracatın hem de ithalatın büyümeye pozitif katkı vermiş olması atılan adımların etkisine işaret etmektedir.

Grafik 1.1.1.
Cari İşlemler Dengesi
(12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TÜİK,TCMB.

Grafik 1.1.2.
Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı
(Yüzde Puan)

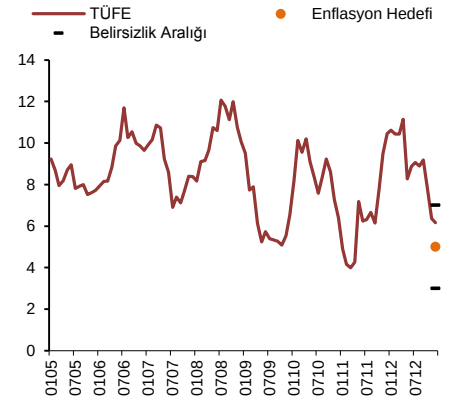


Kaynak: TÜİK, TCMB.

2012 yılı sadece makro finansal risklerin dengelenmesi anlamında değil, aynı zamanda fiyat istikrarı konusunda da önemli kazanımların elde edildiği bir dönem olmuştur. Yıl boyunca enflasyon aşağı yönlü bir eğilim sergileyerek son 44 yılın en düşük yılsonu enflasyonu gerçekleşirken yakın dönemde orta vadeli

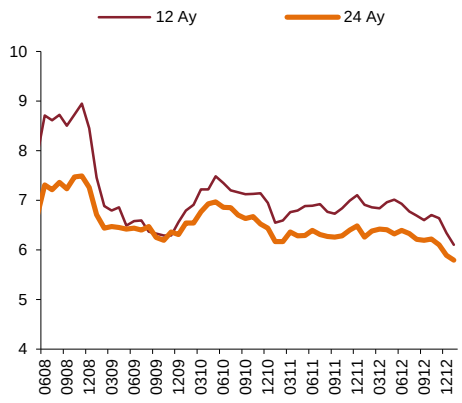
enflasyon beklentileri uzun bir aradan sonra ilk defa belirgin bir iyileşme göstermiştir (Grafik 1.1.3 ve 1.1.4).

Grafik 1.1.3.
Enflasyon ve Belirsizlik Aralığı



Kaynak:, TÜİK, TCMB,.

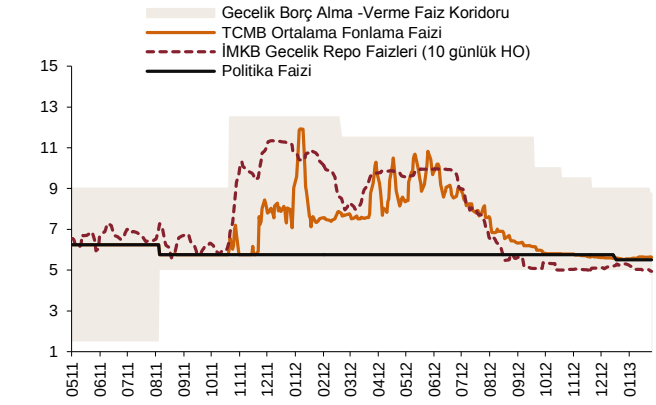
Grafik 1.1.4.
12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TCMB.

Enflasyonda ve dengelenme sürecinde arzu edilen sonuçların alınmaya başlanmasıyla 2012 yılının ortalarından itibaren para politikası kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Bu doğrultuda TCMB, Haziran ayından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür (Grafik 1.1.5). Eylül ayından itibaren risk iştahındaki iyileşme ve Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının (ROM) daha etkili bir şekilde devreye girmesiyle faiz koridorunun üst sınırı kademeli olarak indirilirken piyasaya verilen likidite artırılarak piyasa faizlerinin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır.

Grafik 1.1.5.
Faiz ve Likidite Politikası Uygulamaları



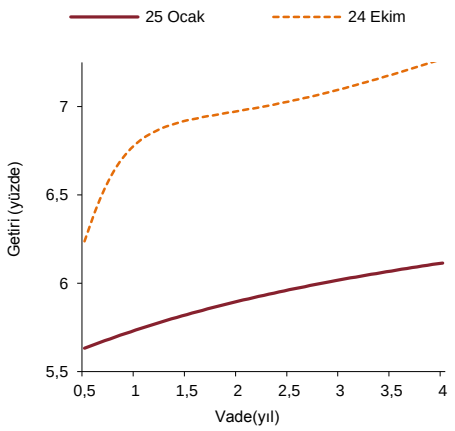
Kaynak:,TCMB, İMKB.

Son dönemde küresel risk iştahındaki artışın belirginleşmesi ve Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki göreli iyileşme nedeniyle sermaye girişlerinde hızlanma gözlenmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak kredilerde öngörülenin ötesinde bir artış eğilimi yaşanırken Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı güçlenmiştir. TCMB böyle bir konjonktürde finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla bir yandan faiz oranlarının düşük tutulmasının diğer yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin yerinde olacağını belirtmiştir. Bu doğrultuda, yakın dönemde politika faizi ve faiz koridoru sınırlı oranda indirilirken zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atılmıştır.

TCMB, kısa vadeli faizleri indirmesine rağmen, para politikasının temkinli ve esnek duruşunu korumuştur. Para Politikası Kurulu (Kurul), yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve enerji fiyatlarındaki artışların fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğuna vurgu yaparak temkinli bir duruş sergilemiştir. Kurul, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekerek para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir. Bu çerçevede, alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin dikkatle takip edileceği ve Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı vurgulanmıştır.

Risk iştahındaki artış ve TCMB'nin uyguladığı likidite politikasına bağlı olarak yılın son çeyreğinde piyasa faizlerinde belirgin düşüşler yaşanırken özellikle uzun vadeli faizlerdeki azalış daha fazla olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla her vadede aşağı kaydığı ve eğiminin yataylaştığı gözlenmiştir (Grafik 1.1.6). Nominal faizlerdeki düşüşün enflasyon beklentilerindeki azalışa kıyasla daha belirgin olması nedeniyle yılın son aylarında reel faizlerde de kayda değer bir düşüş gözlenmiştir. Reel faizler yakın dönemde sınırlı bir artış gösterse de tarihsel olarak düşük seviyelerini korumaktadır (Grafik 1.1.7).

Grafik 1.1.6
Getiri Eğrisi*
(Yüzde)



*İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında işlem gören tahvillerin fiyatları kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.
Kaynak: İMKB, TCMB.

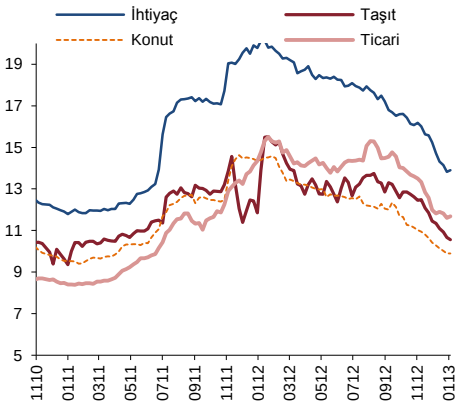
Grafik 1.1.7.
Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi*
(Yüzde)



* Getiri eğrisinden hesaplanan 2 yıllık iskontolu tahvil getirisinden TCMB Beklenti Anketi'nden alınan 2 yıl sonrası TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: İMKB, TCMB.

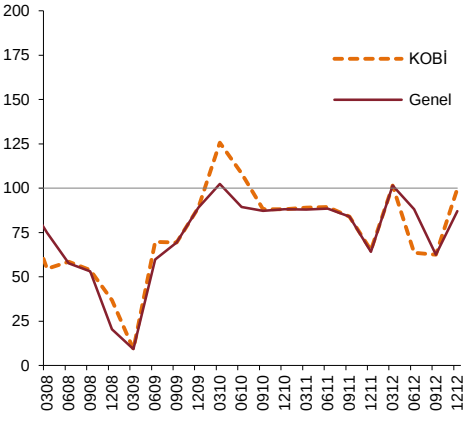
Yurt dışı finansman koşullarındaki rahatlamanın ve TCMB'nin uyguladığı likidite politikasının etkisiyle kredi faiz oranlarındaki düşüş sürmüştür. Piyasa faiz oranlarındaki azalışa paralel olarak tüketici kredisi faizlerindeki aşağı yönlü eğilim sürerken, faiz koridorunun üst sınırındaki indirimlerin etkisiyle yılın son çeyreğinde ticari kredi faizlerindeki düşüş de belirginleşmiştir (Grafik 1.1.8). Ayrıca bu dönemde işletmelere verilen kredilerin standartlarındaki sıkılaşmanın da durduğu gözlenmiştir (Grafik 1.1.9).

Grafik 1.1.8.
TL Kredi Faizleri
(4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: BDDK, TCMB.

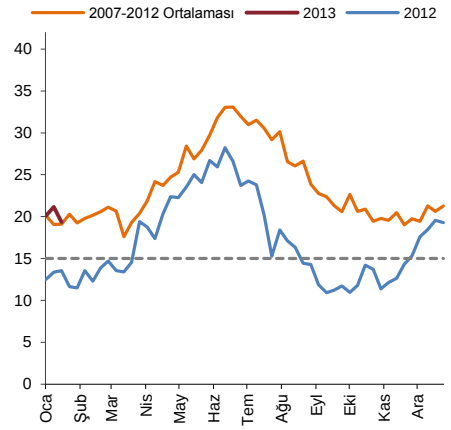
Grafik 1.1.9.
İşletmelere Verilen Kredilere İlişkin Standartlar
(Net Değişim)



*Bankalara kredi standartlarının ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Gevşetme+Çok Gevşetme)-(Biraz Sıkılaştırma+Çok Sıkılaştırma)+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

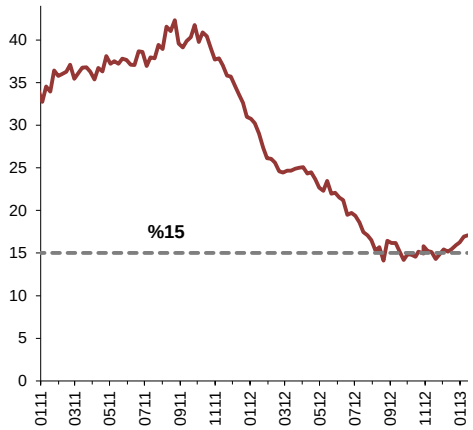
Bu gelişmeler sonucunda yılın son çeyreğinde krediler tekrar ivmelenme eğilimine girmiştir (Grafik 1.1.10). Böylece, yıl sonunda toplam kredilerin büyüme oranı orta vade için referans alınan yüzde 15 seviyesinin sınırlı ölçüde üzerinde, yüzde 16 civarında gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.11). 2013 yılının başı itibarıyla toplam kredilerin 13 haftalık artış eğiliminin geçtiğimiz altı yılın ortalamasına yakın olduğu görülmektedir.

Grafik 1.1.10.
Kur Etkisinden Arındırılmış Toplam Kredilerin Büyüme Eğiliminin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması
(Haftalık Değişimin 13 Haftalık Hareketli Ortalaması, Yıllıklandırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

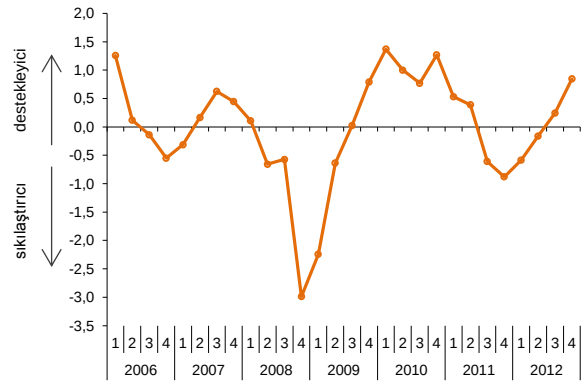
Grafik 1.1.11.
Toplam Kredilerin Yıllık Büyüme Oranı
(Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Sermaye akımlarındaki hızlanma, faiz oranlarındaki düşüş, kredi koşullarındaki iyileşme ve destekleyici likidite politikaları sonucunda yılın son çeyreğinde finansal koşullar endeksindeki artış devam etmiştir (Grafik 1.1.12). Bu görünüm, önümüzdeki dönemde krediler ve iç talebin daha da hızlanma olasılığına işaret etmekte ve makro-finansal risklere dair temkinli duruşun korunmasını gerektirmektedir. Bütün bu değerlendirmeler sonucunda Kurul, 2013 yılının ilk toplantısında kredilerdeki öngörülenin ötesinde gerçekleşen artışa dikkat çekerek söz konusu eğilimin sürmesi halinde makro ihtiyati tedbirlerin devam edeceğine işaret etmiştir.

Grafik 1.1.12.
Finansal Koşullar Endeksi



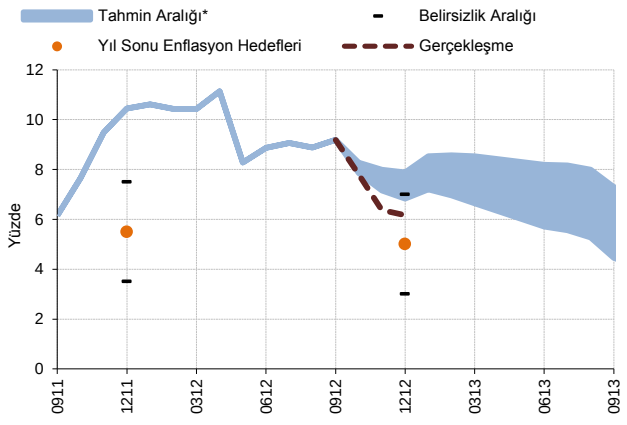
Kaynak: TCMB.
Yöntem İçin Bakınız: "Türkiye İçin Finansal Koşullar Endeksi", TCMB Ekonomi Notları 12/31 ve Enflasyon Raporu 2012-IV, Kutu 5.2.

1.2.Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Enflasyon 2012 yılının son çeyreğinde tahminlerin de ötesinde bir düşüş göstererek yıl sonu itibarıyla yüzde 6,2 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Enflasyonun öngörülenden düşük gerçekleşmesinde Ekim Enflasyon Raporunda aşağı yönlü risk oluşturduğu vurgulanan işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olurken çekirdek enflasyon göstergeleri beklentilerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Böylece, enflasyon belirsizlik aralığının (yüzde 3-7) içinde kalmıştır.

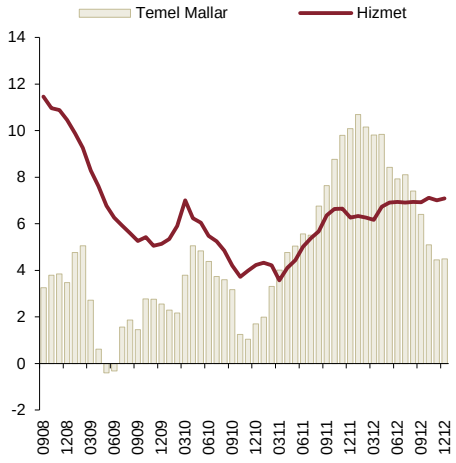
Grafik 1.2.1.
Ekim Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler
(Yüzde)



* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70 olarak verilmiştir.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

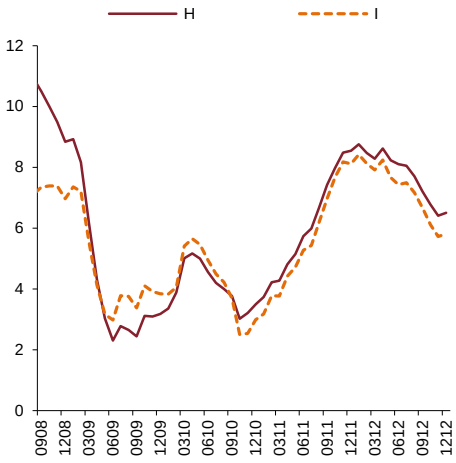
Döviz kuru ve ithalat fiyatlarında geçtiğimiz yıl gözlenen hareketlerin birikimli etkilerinin giderek azalması ve iç talepte süregelen yavaşlama sonucu, temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerilemeye devam etmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri düşüş eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3).

Grafik 1.2.2.
Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

Grafik 1.2.3.
Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I
(Yıllık Yüzde Değişim)

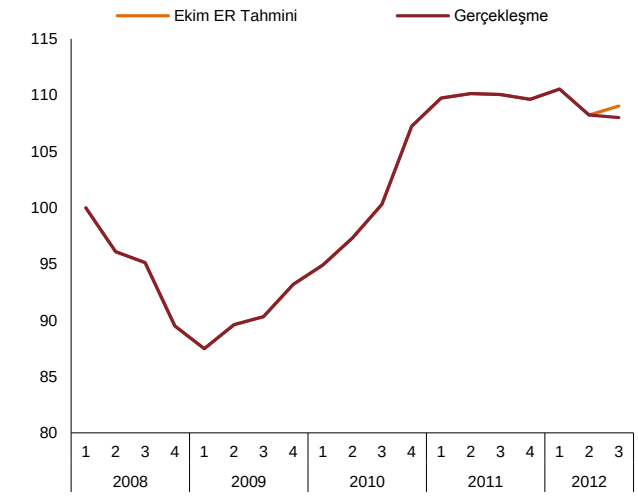


Kaynak: TÜİK.

Arz ve Talep

2012 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri yurt içi talep koşullarının özel yatırım talebi kaynaklı olarak zayıf seyrini koruduğuna işaret etmiştir. Özel tüketimin uzun süreden beri ilk defa artış göstermesi yurt içi nihai talepteki yavaşlamayı sınırlasa da, talep koşulları Ekim Enflasyon Raporu döneminde sunulan öngörülere kıyasla bir miktar daha zayıf seyretmiştir (Grafik 1.2.4). Yılın son çeyreğine dair veriler ise tüketim ve yatırım talebinde öngörüldüğü şekilde ılımlı bir artış eğilimine işaret etmiştir. Bu doğrultuda, 2012 yılının ikinci yarısına dair çıktı açığı tahminleri bir önceki Rapora kıyasla sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir.

Grafik 1.2.4.
2012 Yılının Üçüncü Çeyreğinde Nihai Yurt İçi Talep: Tahmin ve Gerçekleşme
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008 Ç1=100)

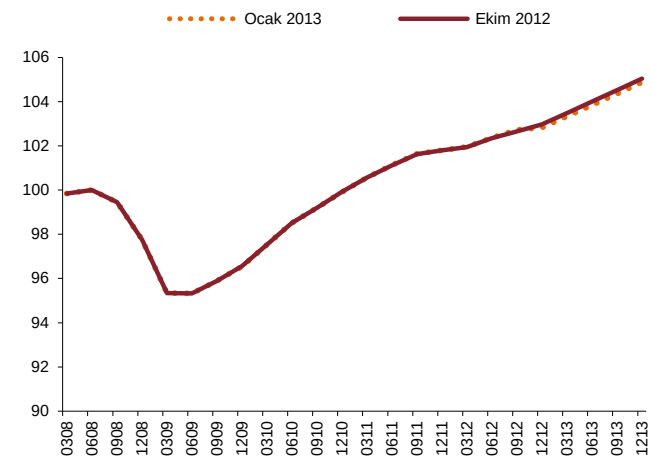


Kaynak: TÜİK, TCMB.

Öte yandan, son dönemde artan sermaye akımlarının finansal koşullar üzerindeki genişletici etkisinin desteğiyle 2013 yılının ilk yarısında yurt içi nihai talebin beklenenden daha hızlı bir artış gösterebileceği tahmin edilmektedir. Sipariş göstergeleri, krediler ve diğer öncü endeksler de bu görünümü desteklemektedir. Bu doğrultuda, tahminler üretilirken 2013 yılının ilk yarısında iç talebin bir önceki Rapor dönemine göre daha güçlü olduğu bir görünüm esas alınmıştır.

Dış talep ise zayıf seyrini korumuştur. Bu dönemde küresel büyümeye ilişkin tahminlerde önemli bir farklılaşma gözlenmemiş, dolayısıyla ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde belirgin bir güncelleme olmamıştır (Grafik 1.2.5). Bu çerçevede, geçtiğimiz rapordakine benzer şekilde, pazar ve ürün çeşitlenmesinin katkısıyla ihracatın ılımlı olarak artmaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.

Grafik 1.2.5.
İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2008Ç2=100)*



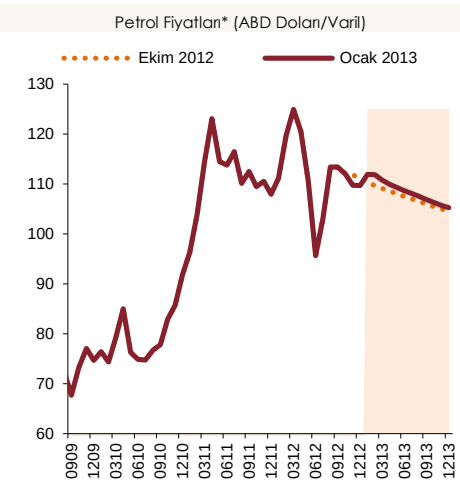
* Yöntem için bakınız: Enflasyon Raporu 2010-II, Kutu 2.1 "Türkiye için Dış Talep Göstergesi".
Kaynak: TCMB, Bloomberg, Consensus Forecasts Ekim 2012 ve Ocak 2013 Bültenleri.

Özetle, iç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir önceki Rapor'a kıyasla 2012 yılının ikinci yarısı için daha fazla, 2013 yılının başlarında ise daha az olduğu bir görünüm esas alınmıştır. Sonuç olarak, enflasyon üzerindeki gecikmeli etkiler dikkate alındığında, çıktı açığındaki güncellemenin 2013 yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etkisi olmamıştır.

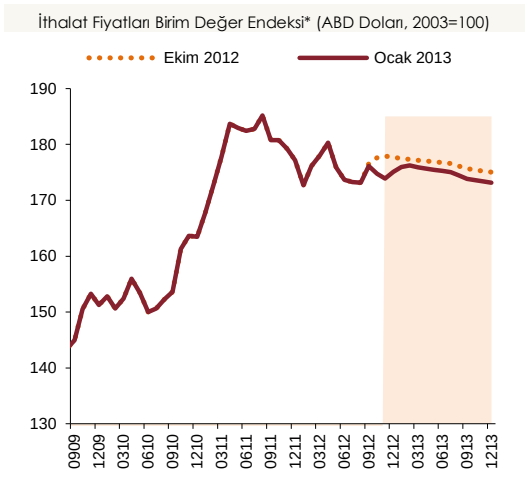
Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ekim Enflasyon Raporunun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında ithalat fiyatlarının görünümünde de önemli bir farklılaşma olmadığı gözlenmektedir (Grafik 1.2.6). Ekim Enflasyon Raporu'nda 107 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, vadeli fiyatlarla uyumlu şekilde oldukça sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenerek 108 ABD dolarına yükseltilmiştir. Enerji dışı ithalat fiyatlarındaki olumlu seyre bağlı olarak ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre sınırlı oranda aşağı çekilse de bu güncellemenin 2013 yılı enflasyon tahmini üzerinde kayda değer bir etkisi olmamıştır (Grafik 1.2.6). Öte yandan, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım bir önceki Rapor'da olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur. Diğer bir ifadeyle, işlenmemiş gıda fiyatlarının 2012 yılındaki olumlu seyrinin önümüzdeki dönemde devam etmeyeceği varsayılmıştır.

Grafik 1.2.6.
Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler



* Taralı alan tahmin dönemini ifade etmektedir.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.



* Taralı alan tahmin dönemini ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Maliye politikası ve vergi düzenlemelerinde son üç ayda gözlenen gelişmeler Ekim Enflasyon Raporunda sunulan varsayımlarla büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. Ocak ayında tütün ürünlerinde yapılan ayarlamaların enflasyon üzerindeki etkisi tahmin edilen ölçüde olmuştur. Ayrıca, yıl sonu bütçe dengesi de Orta Vadeli Program (OVP) çerçevesinde güncellenen hedefler doğrultusunda gerçekleşmiştir.

Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik ek vergi ayarlaması yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2013 yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir değişiklik olmamıştır.

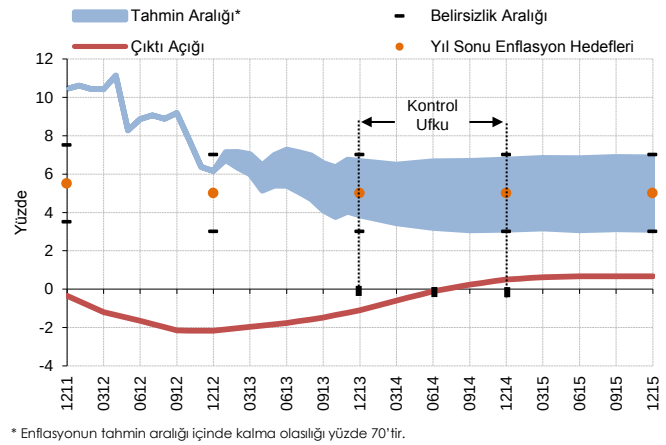
Özetle, enflasyon tahminlerine temel oluşturan varsayımlar ve dışsal koşullarda önemli bir güncelleme yapılmamıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken para politikasının veriye bağlı olarak şekillendiği bir çerçeve oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, kredi büyümesinin ve döviz kurlarının istikrarlı seyrettiği, toplam talep artışının ise enflasyon üzerinde baskı oluşturmayacak düzeylerde tutulduğu varsayılmıştır. Dolayısıyla, fiyat istikrarı ve finansal istikrara dair açıklanan verilere bağlı olarak; kısa vadeli faizler, likidite araçları ve makro ihtiyati tedbirlerin esnek ve koordineli bir biçimde belirlendiği bir görünüm esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, yakın dönemde sermaye akımlarında gözlenen hızlanmanın oluşturduğu risklerin dengelendiği bir çerçeve çizilmiştir.

Tahminler üretilirken, kredilerin yüzde 15 civarında büyüyeceği ve reel efektif döviz kurunda önemli bir değişim gözlenmeyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 3,9 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,3), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 4,9) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).

Grafik 1.3.1.
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

Sonuç olarak, bir önceki Raporda öngörülen çerçeveye kıyasla enflasyon görünümünü etkileyen unsurlarda son üç ay içinde belirgin bir değişim olmaması nedeniyle 2013 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 5,3 olarak korunmuştur.

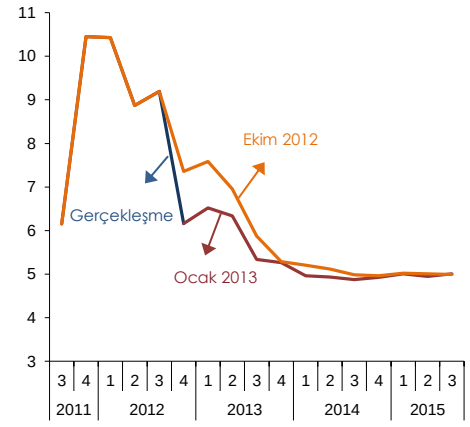
Enflasyonun Ocak ayındaki tütün fiyat ayarlamaları nedeniyle sınırlı bir yükseliş gösterdikten sonra tekrar düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. Mayıs

ve Haziran aylarında enerji fiyatlarındaki baz etkisinden dolayı enflasyonun geçici bir artış göstermesi beklense de, sonraki aylarda aşağı yönlü eğilimin devam edeceği ve enflasyonun yıl sonunda yüzde 5,3 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin ise kısa vadede olumlu seyrini koruması ve 2013 sonu itibarıyla yüzde 5'in altında kalması beklenmektedir.

Yıl sonu tahmininde değişiklik yapılmamasına rağmen, son dönemde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen gelişmeler nedeniyle enflasyon patikası kısa vadede aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.3.2). Bu gelişmenin geçici olduğu düşünüldüğünden işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin kademeli olarak ortadan kalkacağı ve enflasyonun yıl sonuna doğru Ekim Enflasyon Raporunda belirtilen patikaya yaklaşacağı bir görünüm esas alınmıştır.

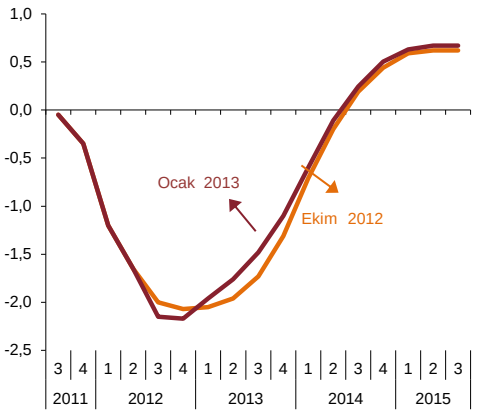
Ekim 2012 Enflasyon Raporu ve Ocak 2013 Enflasyon Raporu Tahminlerinin Karşılaştırması

Grafik 1.3.2.
Enflasyon Tahmini



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 1.3.3.
Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.3.3'te çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. Son dönemde sermaye girişlerindeki hızlanma ve kredilerde gözlenen ivmelenme nedeniyle 2013 yılı ilk çeyreği için çıktı açığı bir önceki Rapora kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Ancak, alınan önlemlerle yılın ikinci yarısından itibaren krediler ve toplam talep büyümesinin Ekim ayında öngörülen patikaya yaklaşacağı bir çerçeve esas alınmıştır.

Bu tahminlerin para politikası açısından verdiği ana mesaj, 2013 sonunda enflasyonun hedefe yakın gerçekleşmesi için temkinli duruşun korunması gerektiğidir. Makro finansal risklerin dengelenmesi açısından ise TCMB'nin krediler ve döviz kurunda aşırı dalgalanmaya kayıtsız kalmadığı bir çerçeve esas

alınmaktadır. Nitekim, son dönemde kredilerde öngörülenden yüksek gerçekleşen büyümeye rağmen, tahminler üretilirken kredilerin yüzde 15 civarında seyredeceği bir görünüm çizilmektedir. Kredilerin sağlıklı ve makul oranlarda büyümesinin sağlanması hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını destekleyecektir.

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

1.4. Riskler ve Para Politikası

Son dönemde küresel ekonomiye ilişkin risk algılamalarında belirgin bir iyileşme olsa da, sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etmesi para politikasının her iki yönde de esnekliğini korumasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde parasal genişleme politikalarının sürmesi, hatta temel ekonomik verilerde düzelme sağlanana kadar bu politikalara devam edilmesinin taahhüt edilmesi ve küresel piyasalarda risk alma iştahının artması gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Ne var ki, gelişmiş ülke ekonomilerindeki bilanço düzeltme süreci iktisadi faaliyetteki toparlanmayı ve dolayısıyla bütçe dengelerindeki iyileşmeyi geciktirebilecektir. Nitekim, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen kredi piyasası ile büyüme görünümündeki zayıf seyir ve borcun sürdürülebilirliğine dair kaygılar devam etmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, önde gelen gelişmiş ülkelerin ekonomi politikasına dair oluşturulan belirsizlik endekslerinin halen yüksek değerlerini koruduğu gözlenmektedir. Sonuç olarak küresel ekonomideki kırılganlıklar son dönemde kayda değer biçimde azalmakla birlikte halen önemini korumaktadır. Dolayısıyla son aylarda risk iştahında gözlenen artışın önümüzdeki dönemde tekrar oynaklığa dönüşme riski bulunmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi durumunda TCMB geliştirdiği esnek politika çerçevesi dahilinde gerekli önlemleri alacaktır.

Sermaye akımlarındaki hızlanma ve zayıf küresel büyüme görünümünün bir süre daha devam etmesi olasılığı makro finansal riskleri artırma potansiyeli taşımaktadır. TCMB son dönemde uyguladığı politikalarla uzun süreli sermaye akımlarından kaynaklanan risklerin birikmesini sınırlamayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede son dönemde hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısının önüne geçilmesi için kısa vadeli faiz oranları

düşük düzeylerde tutulurken zorunlu karşılık politikası ile sıkılaştırmaya gidilmektedir. Mevcut küresel eğilimlerin devam etmesi ve kredilerin uzun süre yüzde 15 düzeylerinin üzerinde seyretme olasılığının ortaya çıkması durumunda makro ihtiyati tedbirler alınmaya devam edilecektir.

Öte yandan, önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde, toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış gözlenmesi ve bunun yanı sıra gelişmiş ülkelerde para politikasının normalleşme sürecine girmesi de olasılık dahilindedir. Böyle bir durumda ortaya çıkabilecek enflasyon baskıları bütün politika araçlarının sıkılaştırıcı yönde kullanılmasını gerektirebilecektir.

Sonuç olarak TCMB'nin makro finansal riskleri dengelemeye yönelik tasarladığı çerçeve ve bu kapsamda geliştirdiği araçlar, küresel ekonomideki kırılganlıklardan kaynaklanabilecek şokların yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik esnek bir çerçeve sunmaktadır.

İşlenmemiş gıda fiyatlarının oynak seyri enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesini sağlamıştır. 2013 yılında ise bu eğilimin tersine dönme olasılığı enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. TCMB gıda fiyatlarından kaynaklanan oynaklıklara tepki vermeyecek, ancak kalıcı bir artış olması ve bunun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gerekli sıkılaştırmayı yapacaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Raporda baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel dengesizlikler karşısında ekonomimizin dayanıklılığını koruması açısından maliye ve finansal sektör politikalarındaki temkinli duruşun sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, makroekonomik

istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Kutu 1.1 Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?

Küresel kriz sonrası finansal istikrara verilen önemin artması, kredileri politika tasarımında önemli bir değişken olarak ön plana çıkarmaktadır. Türkiye'de ise cari denge ile net kredi kullanımı arasında gözlenen güçlü ilişki, kredilerin makro finansal riskler açısından önemini daha da artırmaktadır. Nitekim TCMB, son dönemdeki iletişim politikasında sağlıklı ve sürdürülebilir kredi büyümesinin finansal istikrar açısından önemini sıklıkla vurgulamaktadır. Gelinen noktada Türkiye'de hangi seviyedeki kredi büyüme oranlarının sağlıklı kabul edilebileceği konusu önem kazanmaktadır. Bu konuya ilişkin tartışmalara katkıda bulunmak amacıyla Kara, Küçük, Tiryaki ve Yüksel (2013) diğer ülkelerdeki tarihsel eğilimlerden yola çıkarak kapsamlı bir değerlendirme sunmaktadır. Bu kutuda, söz konusu çalışmanın bulguları özetlenerek Türkiye için makul kabul edilebilecek kredi büyüme oranına dair çıkarımlar yapılmaktadır.

Krediler ve Finansal İstikrar

Akademik yazında, kredilerin milli gelire oranı (K/Y) ve kredilerin büyüme oranı (ΔK/K) finansal istikrara dair sıklıkla kullanılan göstergelerdir. TCMB ise bu iki değişkenin bileşimi olan kredi stokundaki değişimin milli gelire oranına (ΔK/Y) özel bir önem atfetmektedir. Ekonomide milli gelire kıyasla net kredi kullanımını gösteren ΔK/Y değişkeni, hem kredi büyümesi bilgisini hem de kredilerin milli gelire oranla ne kadar büyük olduğu bilgisini toplulaştıran bileşik bir gösterge olması bakımından finansal ve makroekonomik istikrara dair önemli bilgi içerebilmektedir. Bir ekonomide gelire kıyasla borçluluğun ne kadar hızlı arttığına dair bir gösterge olan ΔK/Y değişkeninin cari denge ile de yakından ilişkili olması, cari açıktaki dalgalanmaların sınırlanması konusunda kredilerin önemli bir araç olabileceğine işaret etmektedir. Türkiye'de cari açığın yüksek olması ve yapısal nedenlerden dolayı bir süre daha yüksek kalacağının tahmin edilmesi, kredilere atfedilen önemi artırmaktadır.

Net Kredi Kullanımı İçin Makul Seviyeler

Kara, Küçük, Tiryaki ve Yüksel (2013) Dünya Kalkınma Göstergeleri (World Development Indicators) veri tabanını kullanarak diğer ülkelerin Türkiye'nin yüzde 55 olan mevcut K/Y oranı (kredi derinliği) derinliğine ulaştıktan sonra izlediği eğilimi incelemektedir. Çalışmada, K/Y oranı yüzde 55'i istikrarlı olarak geçmiş ülkelerde bu düzey geçildikten sonraki dönemlerde net kredi kullanımının nasıl bir eğilim sergilediği bilgisi toplulaştırılmakta ve bu eğilimler çerçevesinde Türkiye için referans alınabilecek değerlere ilişkin çıkarımlar yapılmaktadır.

Grafik 1, örneklemdeki ülkelerde K/Y oranı yüzde 55'i geçtikten sonra ΔK/Y oranlarının ortalama ve ortanca (medyan) değerlerini yıllar itibarıyla göstermektedir. Grafik'te göze çarpan husus, tarihsel patikanın sabit bir ortalama etrafında dalgalanan bir seri olduğu, aşağı veya yukarı belirgin bir eğilim sergilemediğidir. Bu gözlem TCMB'nin son dönemde iletişim politikasında finansal istikrar açısından ΔK/Y değişkenini ön plana çıkarmasının isabetli olduğuna işaret etmektedir. Zira, Grafik'te de görüldüğü gibi, tarihsel olarak bakıldığında ülkelerin Türkiye'nin 2012 yılında geldiği kredi derinleşmesi düzeylerine ulaştıktan sonra ΔK/Y oranının yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Dolayısıyla, kredi politikalarının net kredi kullanımının gelire oranını referans almasının sağlıklı olacağı değerlendirilmektedir.

Grafik 1. Kredi / GSYİH Oranı Yüzde 55'i Geçen Ülkelerde Net Kredi Kullanımı/GSYİH Oranlarının Seyri*



*Veri setinde bulunan bütün ülkeler, gelir grubundan bağımsız olarak analize dahil edilmiştir. Yatay eksen, ülkelerin K/Y oranının %55 düzeyine eriştiği dönemden itibaren geçen yıl sayısını ifade etmektedir. 47 yıl içinde K/Y oranının ortalama ve ortanca değerlerinin seyri dikey sol eksende gösterilmektedir. Dikey sağ eksende ise örneklem içinde kalan ülke sayısı gösterilmektedir.
Kaynak: Dünya Bankası, TCMB.

Kredilerin izlediği patika ülkeler arasında heterojen bir yapı gösterdiğinden tek bir ortalama yerine dağılımı göz önüne alan bir ΔK/Y aralığının referans alınması daha sağlıklı olacaktır. Bu doğrultuda, seçilen 25 ülkenin ΔK/Y ortalamaları sıralanarak 25'inci ve 75'inci yüzdelik dilimlere karşılık gelen ΔK/Y değerleri elde edilmiştir. Böylelikle, referans alınabilecek ΔK/Y değerleri için yüzde 6,7 ile yüzde 10,6 aralığına ulaşılmıştır.[1]

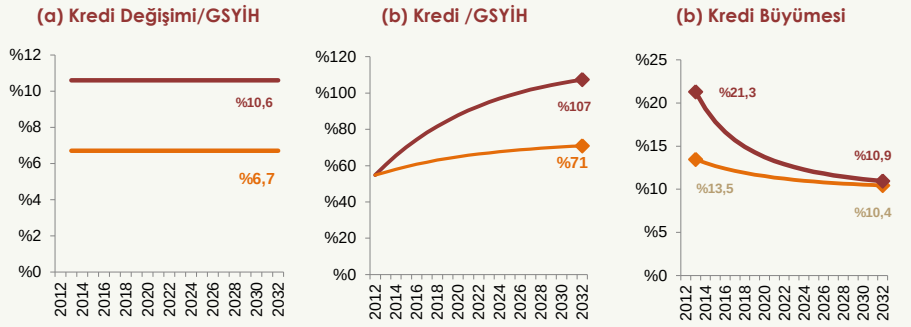
[1] Referans alınacak ΔK/Y değerleri belirlenirken K/Y oranı yüzde 55'i geçtikten sonra en az 20 yıllık gözleme sahip olan 25 ülke seçilmiş, bu ülkelerin 20 yıllık ortalamaları kullanılmıştır.

Kredi Büyümesi

Elde edilen sabit ΔK/Y değerinin ima ettiği kredi patikasını ve dolayısıyla kredi büyümesini belirli varsayımlar altında hesaplamak mümkündür. K_t/Y_t oranının başlangıç noktası (yüzde 55), sabit $\Delta K_t/ Y_t$ değeri (yüzde 6,7 ile yüzde 10,6 arasında) ve nominal GSYİH büyüme oranı, g^Y (20 yıl boyunca yıllık yüzde 10) bilindiğinden, her aşamada bir öncekinde hesaplanan değerler kullanılarak ileriye dönük K_t/ Y_t patikasına ve dolaylı olarak bunun ima ettiği kredi büyüme oranlarına aşağıdaki denklemle ulaşılabilmektedir:

$$\frac{K_t}{Y_t} = \frac{K_{t-1}}{Y_{t-1}} \frac{1}{(1+g^Y)} + \frac{\Delta K_t}{Y_t}.$$

Grafik 2. Kredi / GSYİH Oranı Yüzde 55'i Geçen Ülkelerden Oluşan Örneklem İçinde Kredi / GSYİH ve Net Kredi Kullanımı/GSYİH Oranları* (Yüzde)



Kaynak:Yazarların hesaplamaları.

Grafik 2a'da gösterilen ΔK/Y oranlarından yola çıkılarak gelecek 20 yıl için hesaplanan kredi derinleşmesi ve kredi büyümesi projeksiyonları Grafik 2b ve 2c'de gösterilmektedir. Buna göre, ΔK/Y oranının yüzde 6,7 ve yüzde 10,6 seviyelerinde sabit seyrettiği varsayımı altında 20 yıl sonunda K/Y oranı sırasıyla yüzde 71 ve yüzde 107 düzeyine ulaşmaktadır. Seçilen örneklemdeki 25'inci ve 75'inci yüzdelik dilimlere karşılık gelen 2013 yıllık kredi büyümesi ise, yaklaşık yüzde 13,5 ile yüzde 21,3 aralığında yer almaktadır. Ancak bu değerlerin hızlı kredi genişlemesi yaşanan küresel kriz öncesi dönemi de kısmen kapsadığı dikkate alınmalıdır. Kriz tecrübesi yüksek kredi artış hızlarının finansal istikrar açısından önemli bir risk oluşturduğunu göstermiştir. Dolayısıyla referans alınabilecek kredi büyümesinin daha temkinli bir yaklaşımla oluşturulması ve yukarıda belirtilen aralığın alt sınırına yakın olması gerekmektedir. Ayrıca, Türkiye'de süregelen yüksek cari açık düzeyleri dikkate alındığında makro finansal risklerin dengelenmesi bakımından ülkemizde kredi kullanımı konusunda temkinli bir yaklaşımın gerekli olduğu düşünülmektedir.

Bütün bu değerlendirmeler, TCMB tarafından 2013 yılında kredi büyüme oranı için dile getirilen yüzde 15 referans değerinin makul ve sağlıklı olduğuna işaret etmektedir. ΔK/Y cinsinden ifade edildiğinde bu oran yüzde 7,5'e karşılık gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, finansal istikrarı destekleyen ΔK/Y (kredi artışı/GSYİH) oranı ne olmalıdır sorusu tedbirli bir yaklaşımla ele alındığında ülkemiz için bu oranın yüzde 7,5 civarında olduğu değerlendirilmektedir. Son olarak, Grafik 2'deki örneklerde de gösterildiği gibi, ΔK/Y oranının yüzde 7,5 düzeyinde istikrarlı seyretmesi için önümüzdeki yıllarda kredi büyüme hızının kademeli olarak azalması gerektiği vurgulanmalıdır.

Kaynakça

Kara, H., H. Küçük, S.T. Tiryaki ve C. Yüksel (2013), "Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?", TCMB Ekonomi Notu, yayımlanma aşamasında.

2. Uluslararası Ekonomik Gelişmeler

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin veriler küresel iktisadi faaliyetin gerilemeye devam ettiğini gösterirken; Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde mali uçurum, Euro Bölgesi'nde bankacılık birliği ile Yunanistan'da tahvil geri alım programı ve Japonya'da büyümeyi destekleyici politikaları savunan bir yönetimin iktidara gelmesi yılın son çeyreğinde öne çıkan iktisadi ve siyasi gelişmeler olmuştur.

Geçtiğimiz üç aylık dönemde, Euro Bölgesi'nde sorunların çözümüne yönelik olumlu adımlar atılmasına karşın belirsizliklerin tam olarak giderilemediği görülmektedir. Bankacılık sektörü ile kamu borcu arasındaki etkileşimi azaltmak amacı ile gündeme gelen bankacılık birliği konusunda genel mutabakata varılırken, bankaların sermaye ihtiyacı duyduğu durumlarda sermayelendirmenin hangi kaynaklar kullanılarak ve hangi birimler tarafından yapılacağı tam olarak netleşmemiştir. Aynı dönemde, Yunanistan, tahvil geri alım programını gerçekleştirmiş ve borç oranını, hedeflenen kadar olmasa da, belirgin bir şekilde azaltmıştır.

ABD ekonomisi geçtiğimiz dönemde yüzde 3,1 (yıllıklandırılmış) büyüyerek diğer gelişmiş ülkelerden ayrışmıştır. Bu dönemde ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank - Fed), enflasyon bekleyişlerinin yüzde 2,5'in üzerine çıkmaması kaydıyla, işsizlik oranı yüzde 6,5'e düşene kadar para politikasını sıkılaştırmayacağını taahhüt etmiştir. Öte yandan, geçmiş dönemlerde sağlanan vergi avantajlarının kaldırılmasını ve kamu harcamalarının azaltılmasını öngören ve iktisadi faaliyet üzerindeki olası negatif etkilerinden dolayı "mali uçurum" olarak adlandırılan sürecin ancak kısmen aşılabilmesi (Kutu 2.1) ve ABD'nin borçlanma üst sınırına tekrar yaklaşması önümüzdeki dönem için risk oluşturmaktadır.

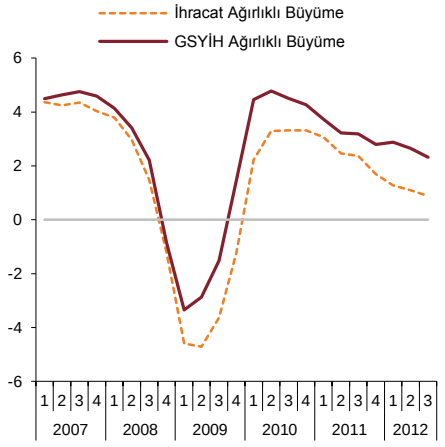
Emtia fiyatları, tarım ve enerji fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak, 2012 yılının son çeyreğinde önceki çeyreğe göre yüzde 1,16 oranında azalmıştır. Aynı dönemde yıllık tüketici enflasyon oranları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde düşük talep ve ılımlı seyreden emtia fiyatlarına bağlı olarak aşağı yönlü bir eğilim sergilemeye devam etmiştir.

2012 yılının son çeyreğinde enflasyonun düşüş eğiliminde olmasının da etkisi ile para politikası kararlarını şekillendiren temel faktör ülkelerin büyümeye ilişkin kaygıları olmuş ve para politikalarındaki gevşeme eğilimi devam etmiştir. Öte yandan, gelişmiş ülke merkez bankalarının, ekonomilerini desteklemede karşılaştıkları en temel sorun, bankacılık sektörlerine sağlanan likiditenin reel sektöre yönlendirilememesi olarak görülmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak ülkelerin büyük bir kısmının para politikalarının önümüzdeki dönemde de gevşek seyretmesi beklenmektedir.

2.1. Küresel Büyüme

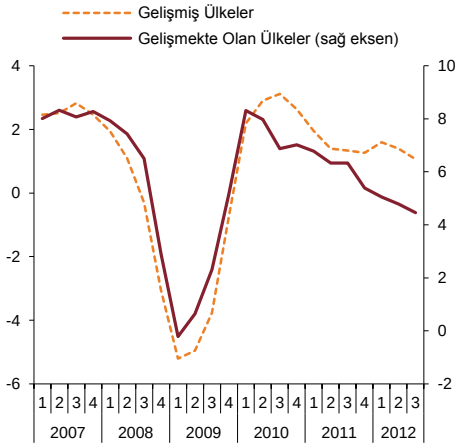
Yılın ikinci çeyreğinde, Euro Bölgesi borç krizinin ağırlaşmasına bağlı olarak olumsuza dönmüş olan küresel büyüme görünümü yılın üçüncü çeyreğinde de bu seyrini sürdürmüştür. Söz konusu çeyrekte, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde iktisadi faaliyetin artış hızı gerilemiş ve Türkiye'nin ihracatında önemli paya sahip ülkelerin büyüme oranları da zayıf bir görünüm sergilemiştir (Grafik 2.1.1 ve Grafik 2.1.2).

Grafik 2.1.1.
Küresel Büyüme Oranları*
(Yüzde Değişim, Yıllık)



* İhracat ağırlıklı endeks oluşturulurken ülkeler Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 2.1.2.
Küresel Büyüme Oranları*
(Yüzde Değişim, Yıllık)



* Toplulaştırma yapılırken ülkelerin küresel GSYİH içindeki payları kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Küresel büyümenin seyrinin temel belirleyicilerinden olan ABD ekonomisi, yılın üçüncü çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre (yıllıklandırılmış) yüzde 3,1 büyüme kaydetmiştir. 2011 yılının dördüncü çeyreğinden bu yana en hızlı büyüme kaydedilmiş olmasına karşın, işgücü piyasasında belirgin bir toparlanmanın başlamadığı ve temel işsizlik göstergelerinin kriz öncesi seviyelerinden halen uzak olduğu görülmektedir. Fed'in, Aralık ayı toplantı

tutanağında, önümüzdeki dönem para politikasının temel belirleyicilerinden biri olacağını açıkladığı işsizlik oranı, Kasım ayı itibarıyla yüzde 7,7 olmuş ve yüzde 6,5 olarak açıklanan eşik değerinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir (Tablo 2.1.1).

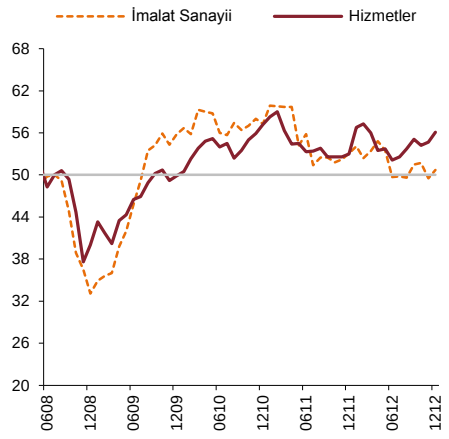
Tablo 2.1.1.
ABD İşsizlik Göstergeleri

Dönem ortalamaları	2007	2010	2011	2012				
				1.Ç	2.Ç	3.Ç	Ekim	Kasım
İşsizlik (mevsimsel düzeltilmiş, yüzde)	4,6	9,6	9,0	8,3	8,2	8,1	7,9	7,7
Eğitimli	2,7	6,3	5,9	5,6	5,6	5,3	5,1	5,0
Eğitimsiz	5,0	11,4	10,5	9,3	9,2	9,5	9,3	9,1
İstihdam Seviyesi (tarım dışı özel, milyon kişi)	115,4	107,4	109,3	110,7	111,1	111,4	111,7	111,9
Ortalama İşsizlik Süresi (hafta)	16,9	33,1	39,4	39,8	39,6	39,3	40,2	40,0
İlk İşsizlik Başvuruları (aylık ortalama, bin)	319	461	410	371	380	372	367	394

Kaynak: Bloomberg.

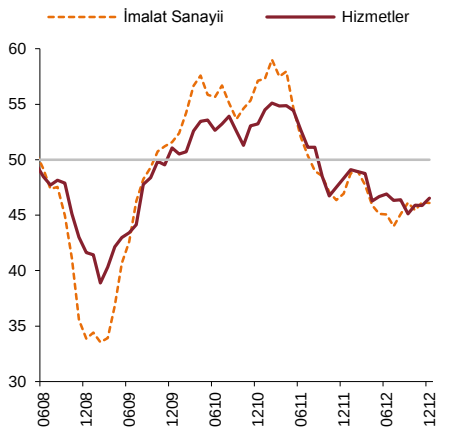
PMI verileri, ABD ekonomisinde büyümenin yılın son çeyreğinde de benzer bir eğilim sergileyeceğine işaret ederken (Grafik 2.1.3), mali uçurum senaryosunun ancak kısmen engellenebilmiş olması, mali düzenlemelerin bir kısmına ilişkin kararların ötelenmesi ve bunların nasıl çözümleneceğine dair belirsizliklerin devam etmesi, ABD ekonomisinin orta vadeli büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır (Kutu 2.1). Küresel büyümenin seyrinin bir diğer temel belirleyicisi olan Euro Bölgesi ise, yılın üçüncü çeyreğinde daralmaya devam ederken, PMI verileri daralmanın yılın son çeyreğinde de devam edeceğine işaret etmektedir (Grafik 2.1.4)

Grafik 2.1.3.
ABD PMI Endeksleri



Kaynak: Bloomberg.

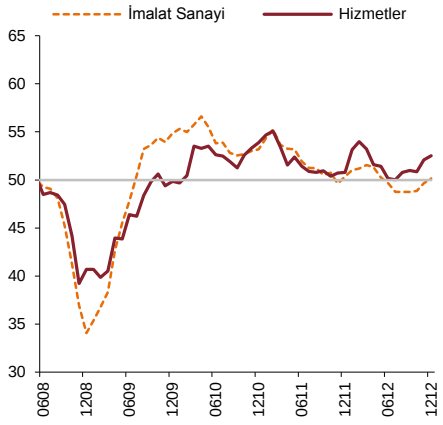
Grafik 2.1.4.
Euro Bölgesi PMI Endeksleri



Kaynak: Bloomberg.

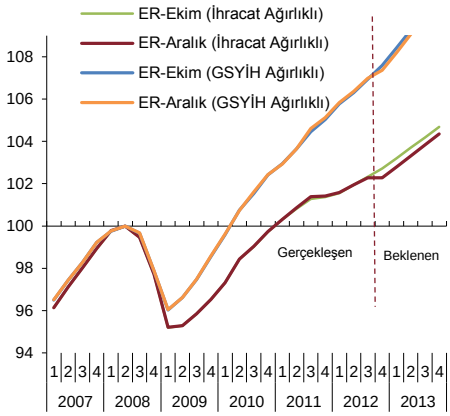
Yılın son çeyreğine ilişkin PMI verileri, küresel iktisadi faaliyetin gerek imalat gerekse hizmetler sektöründe artacağına işaret etmektedir (Grafik 2.1.5). Kötüleşen büyüme görünümüne bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ekonomilerin iktisadi faaliyeti destekleyici ek tedbir paketleri açıklamalarının, yukarı yönlü bu hareketin belirleyicilerinden biri olabileceği düşünülmektedir. Ne var ki, gevşek seyreden küresel para politikasına karşın, Euro Bölgesi krizine ilişkin sorunların devam ediyor olması ve kısmen engellenmiş olmasına rağmen, ABD'de maliye politikasının sıkılaştırılmasını öngören düzenlemelerin ülke ekonomisi üzerindeki potansiyel etkileri, önümüzdeki dönem küresel büyüme görünümü üzerinde aşağı yönlü belirgin bir risk oluşturmaktadır. Nitekim, Consensus Forecasts ve World Economic Outlook (IMF) tahminlerine bakıldığında, 2013 yılsonuna ilişkin büyüme tahminlerinin, Ekim Enflasyon Raporu dönemine göre kötüleştiği görülmektedir (Tablo 2.1.2). Ocak ayı Consensus Forecasts tahminleri ile güncellenen GSYİH ve ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksleri de, yukarıda sunulan görünüm ile paralel olarak, dış ekonomilerde önümüzdeki dönem belirgin bir toparlanmanın beklenmediğini ve küresel ölçekteki belirsizliklerin dış talebi baskılamaya devam edeceğini teyid etmektedir (Grafik 2.1.6).

Grafik 2.1.5.
JP Morgan Küresel PMI Endeksleri



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.1.6.
Küresel Üretim Endeksleri*
(2008 Ç2=100)



* İhracat ağırlıklı endeks oluşturulurken ülkeler Türkiye ihracatı içindeki payları ile ağırlıklandırılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

Tablo 2.1.2.
2013 Yılsonuna İlişkin Büyüme Tahminleri

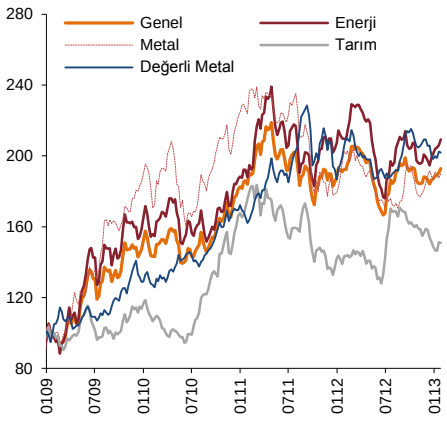
	Consensus Bültenleri (Ortalama Yüzde Değişim, Yıllık)		World Economic Outlook, IMF (Yıllık Yüzde Değişim)	
	Ekim	Ocak	Ekim	Ocak
Dünya	2,8	2,6	3,6	3,5
Gelişmiş Ülkeler	-	-	**1,5**	**1,4**
ABD	2,0	2,0	2,1	2,0
Euro Bölgesi	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Almanya	0,9	0,7	0,9	0,6
Fransa	0,3	0,1	0,4	0,3
İtalya	-0,7	-0,9	-0,7	-1,0
İspanya	-1,6	-1,6	-1,3	-1,5
Yunanistan	-3,6	-4,5	-	-
Japonya	1,3	0,7	1,2	1,2
İngiltere	1,2	1,0	1,1	1,0
Gelişmekte Olan Ülkeler	-	-	**5,6**	**5,5**
Asya Pasifik*	6,6	6,6	7,2	7,1
Çin	8,1	8,1	8,2	8,2
Hindistan	6,8	6,5	6,0	5,9
Latin Amerika*	3,8	3,5	3,9	3,6
Brezilya	3,9	3,3	4,0	3,5
Doğu Avrupa*	3,3	2,9	2,6	2,4

Kaynak: Consensus Forecasts, World Economic Outlook (IMF).
* Bölgeleri oluşturan ülkeler Consensus Bültenleri ve WEO için farklıdır.

2.2. Emtia Fiyatları

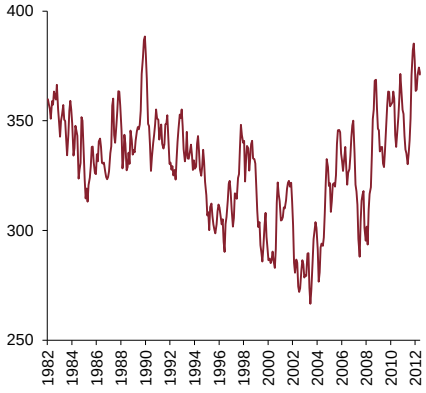
Tarım ve değerli maden fiyatlarındaki yükselişe bağlı olarak 2012 yılının üçüncü çeyreğinde artan emtia fiyatları genel endeksi, yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,16 oranında düşmüştür. Söz konusu düşüşte, tarım ve enerji fiyatlarının gerilemesi belirleyici olurken, endüstriyel metal ve değerli metal fiyat endeksleri ise, yılın son çeyreğinde, sırasıyla, yüzde 3,57 ve 4,49'luk artış kaydetmiştir (Grafik 2.2.1).

Grafik 2.2.1.
S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri*



*Ocak 2009 ortalaması 100 olarak alınmıştır.
Kaynak: Bloomberg.

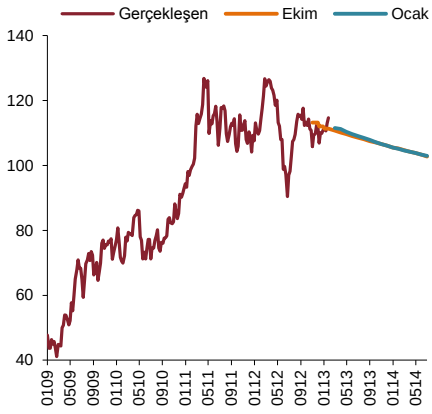
Grafik 2.2.2
ABD Ham Petrol Stokları
(Milyon Varil)



Kaynak: ABD Enerji Bakanlığı.

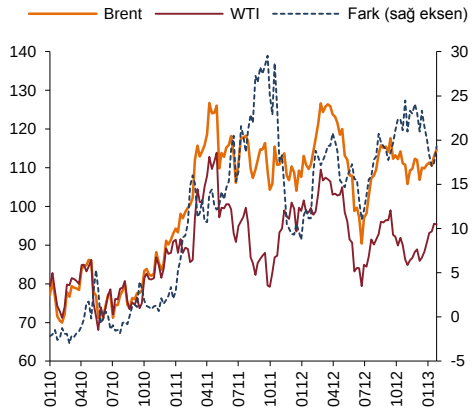
2012 yılının son çeyreğinde gerek arz gerekse talep yönlü gelişmeler petrol fiyatlarının aşağı yönlü hareketi üzerinde belirleyici olmuştur. ABD ekonomisine ilişkin işgücü göstergelerinin halen kalıcı bir toparlanmaya işaret ediyor olmaması, Euro Bölgesi'ndeki daralma ve atılan olumlu adımlara karşın bölgeye ilişkin kaygıların tam olarak giderilememesi küresel büyüme görünümünü olumsuz yönde etkilemiş ve petrol fiyatları üzerinde aşağı yönlü bir baskı unsuru olarak ortaya çıkmıştır. ABD ham petrol stoklarının birinci Körfez Savaşı'ndan bu yana ulaştığı en yüksek seviyelerinde olması ve OPEC üyesi ülkelerin üretim düzeylerini korumasına bağlı olarak ham petrol arzında da fiyatların yukarı doğru ivmelenmesine yol açacak bir baskı görünmemektedir (Grafik 2.2.2). Bununla birlikte, halen sürmekte olan ortadoğu kaynaklı politik riskler, petrol arzına yönelik kaygı oluşturabilecek bir unsur olarak dikkatle izlenmektedir. Arz ve talep koşulları bir arada değerlendirildiğinde, önümüzdeki 18 ay için yapılan vadeli sözleşmelerde petrol fiyatlarında bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla belirgin bir değişim görülmemektedir (Grafik 2.2.3).

Grafik 2.2.3.
Ham Petrol (Brent) Fiyatları**
(ABD Doları/Varil)



** 1-22 Ekim ve 1-25 Ocak tarihleri arasında vadeli sözleşmelerde oluşan fiyatların basit ortalamalarıdır.
Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.2.4.
WTI – Brent Fiyat Gelişmeleri
(ABD Doları/Varil)



Kaynak: Bloomberg.

ABD resmi kaynaklarına göre (US Energy Information Administration - EIA), Teksas (WTI) ile Brent petrol fiyatları arasındaki farkın, büyük ölçüde ABD'deki göreli güçlü büyümeye bağlı olarak, 2013 yılı içerisinde kapanması beklenmektedir. Nitekim, yılın ilk ayından itibaren bu yönde bir gelişme gözlenmeye başlanmış ve 2012'nin son çeyreğinde 24,5 ABD dolarına kadar çıkan fiyat farkının Ocak ayının ortası itibarıyla 17 ABD dolarına gerilediği görülmüştür (Grafik 2.2.4).

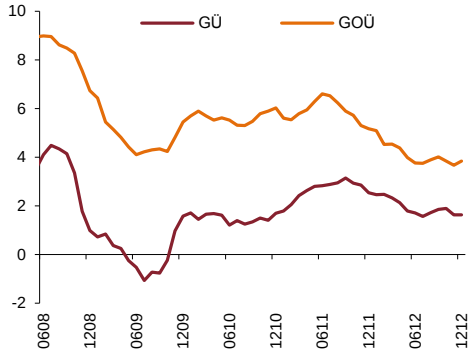
Tarım fiyatları üzerinde aşağı ve yukarı yönlü riskler mevcut olmakla birlikte bu risklerin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği ve hangi etkilerin baskın olacağı belirsizliğini korumaktadır. Nitekim, 2012 yılının ilk yarısında yukarı yönlü seyreden tarım fiyatları, yılın ikinci yarısında gevşemiş ve yılın genelini 2011 yılının altında tamamlamıştır. Genel olarak ana tarım ürünlerinde ekim alanlarının genişlemesi beklenirken, hava koşullarının seyrine ilişkin belirsizlik, 2013 yılı içerisinde tarım fiyatlarının nasıl bir seyir izleyeceği konusunda bir öngörü yapılmasını zorlaştırmaktadır.

Özetle, küresel büyüme görünümü, başta enerji ve endüstriyel metaller olmak üzere, emtia fiyatları üzerinde belirleyici unsur olarak ön plana çıkmaktadır. ABD ve Euro Bölgesi'nde istihdam ve büyümeyi teşvik etmeye ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik tedbirler kapsamında uygulanan parasal genişleme politikaları ve ekonomik belirsizlikler değerli metal fiyatları üzerinde etkili olurken, tarım fiyatlarının önümüzdeki dönem seyri ise iklim koşullarına bağlı olarak belirsizliğini korumaktadır. Öte yandan, arz yönlü sorunların emtia fiyatlarında yukarı yönlü artış risklerini canlı tutmaya devam etmekte olduğu değerlendirilmektedir.

2.3. Küresel Enflasyon

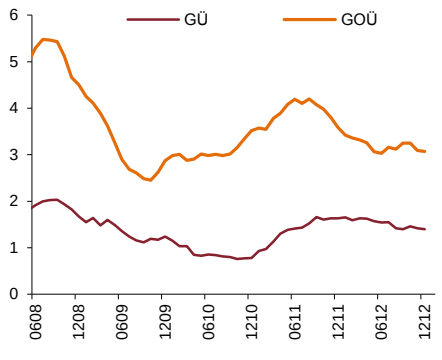
2012 yılının son çeyreğinde genel ve çekirdek tüketici enflasyon oranları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde aşağı yönlü bir eğilim sergilemeye devam etmiştir (Grafik 2.3.1 ve Grafik 2.3.2). Söz konusu dönemde emtia fiyatlarında gözlenen düşüş enflasyon oranlarındaki gerilemeyi desteklerken, göreli olarak zayıf seyreden büyüme de enflasyon üzerinde talep baskısı oluşmasını engellemiştir.

Grafik 2.3.1.
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler
Tüketici Fiyat Enflasyonu
(Yıllık, Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

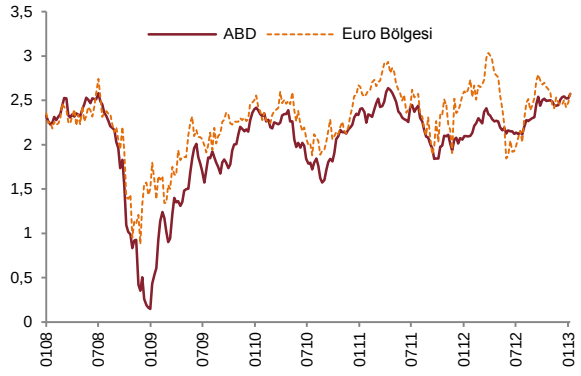
Grafik 2.3.2.
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler
Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu
(Yıllık, Yüzde)



Kaynak: Bloomberg, Datastream, TCMB.

Gerek Euro Bölgesi'nde ve gerekse ABD'de 2012 yılının son çeyreğinde enflasyon telafilerinin düştüğü gözlenmektedir. Euro Bölgesi'nin 2012 yılında beklentilerin üzerinde daralması ve sorunlu ülkelere yönelik desteğin, özellikle tahvil alımları yönünde, artırılması bölgede telafi oranlarının düşüşünde etkili olmuştur. Öte yandan, beklentilerin üzerinde seyreden büyüme oranlarına karşın, ABD'de enflasyon bekleyişlerinin artmamasını, Fed'in uyguladığı politikalara ve söz konusu politikaların ekonomik birimler nezdindeki güvenilirliğine bağlamak mümkündür. Ne var ki, 2013 yılının ilk ayı itibarıyla açıklanan veriler, enflasyon telafilerindeki aşağı yönlü gidişin, her iki bölgede de, önümüzdeki dönemde tersine dönebileceğini göstermektedir (Grafik 2.3.3).

Grafik 2.3.3.
ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telafisi
(Yüzde)



Kaynak: Bloomberg.

2013 yılsonuna ilişkin küresel enflasyon tahminlerinde geçtiğimiz Rapor dönemine kıyasla belirgin bir değişiklik meydana gelmediği gözlenmektedir (Tablo 2.3.1). Bu çerçevede, emtia fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinin küresel enflasyon oranları üzerinde bir baskı ve risk unsuru olarak değerlendirilmediği düşünülmektedir. Öte yandan, Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank – ECB)'nın, 2012 yılında daralma kaydeden Euro Bölgesi'nde ekonomiyi canlandırmaya yönelik adımlarının, önümüzdeki dönemde bölge ülkelerinin enflasyon oranları üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturabileceği göz ardı edilmemelidir.

Tablo 2.3.1.
2013 Yılsonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

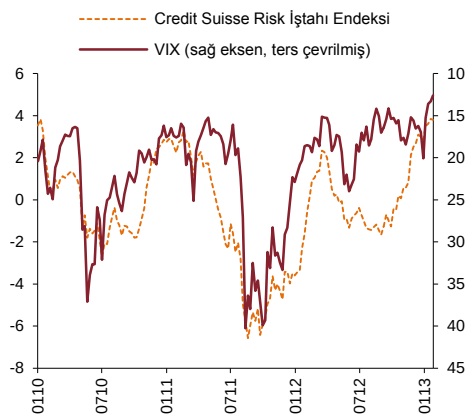
	Ekim	Ocak
Dünya	2,9	2,8
Gelişmiş Ülkeler		
ABD	2,0	1,9
Euro Bölgesi	1,9	1,9
Almanya	1,9	1,9
Fransa	1,7	1,5
İtalya	2,3	2,0
İspanya	2,4	2,3
Yunanistan	2,3	0,2
Japonya	-0,1	-0,2
İngiltere	2,2	2,6
Gelişmekte Olan Ülkeler		
Asya Pasifik	4,0	3,9
Çin	3,4	3,2
Hindistan	7,4	7,6
Latin Amerika	6,4	6,4
Brezilya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

Kaynak: Consensus Forecasts.

2.4. Finansal Koşullar ve Risk Göstergeleri

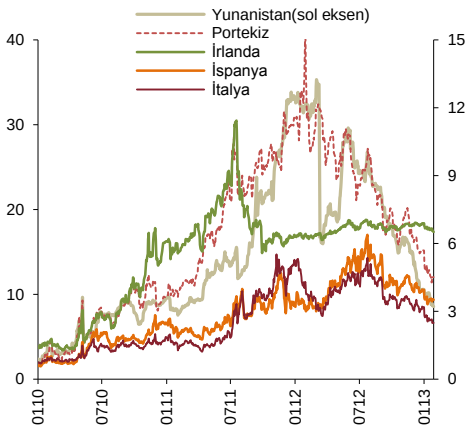
2012 yılının son çeyreği finansal piyasalarda normalleşme sürecinin devam ettiği bir dönem olmuş, küresel risk iştahı göreli yüksek seviyesini korumuştur (Grafik 2.4.1). Euro Bölgesi'nde ekonomik görünümdeki kötüleşmeye karşın, bölgeye dair risk algılamaları geçen Enflasyon Raporu dönemine kıyasla iyileşmiştir. ECB'nin euroyu kurtarmak ve bankacılık sektörlerini ayakta tutmak için gösterdiği kararlı tutum yanında, Yunanistan'ın tahvil geri alım programını tamamlaması da bölgeye ilişkin endişelerin azalmasında etkili olmuş, borç sorunu yaşayan ülkelerin tahvil getirilerindeki düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 2.4.2). Bunun yanı sıra, ABD'de ekonomik faaliyete ilişkin göstergelerdeki toparlanma sinyalleri finansal piyasalardaki olumlu havayı desteklemiştir.

Grafik 2.4.1.
Küresel Risk İştahı Endeksleri



Kaynak: Bloomberg, Credit Suisse.

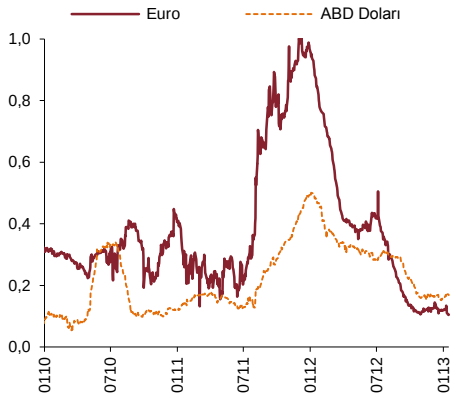
Grafik 2.4.2.
GIIPS Ülkeleri Getiri Farkı*
(Almanya Tahvillerine Kıyasla, Yüzde)



*GIIPS Ülkeleri: Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz, İspanya
Kaynak: Bloomberg.

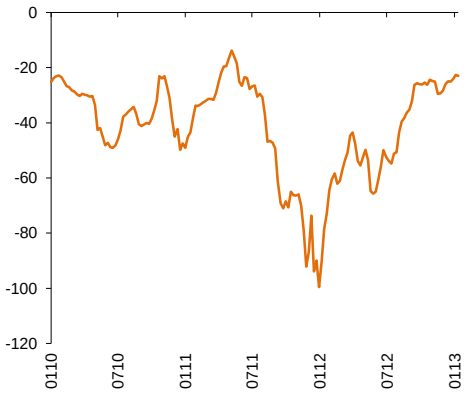
Gerek para piyasalarında karşı taraf riskini gösteren gecelik endeks takası (OIS) farklarının son üç aylık dönemde düşük seviyelerini koruması, gerekse euro – ABD doları çapraz kur takas oranındaki azalış eğiliminin sürmesi, ABD ve Euro Bölgesi'nde finansal koşulların rahatladığına işaret etmektedir (Grafik 2.4.3 ve Grafik 2.4.4).

Grafik 2.4.3.
Gecelik Endeks Takası (OIS) Farkları
(3-Aylık, Puan)



Kaynak: Bloomberg.

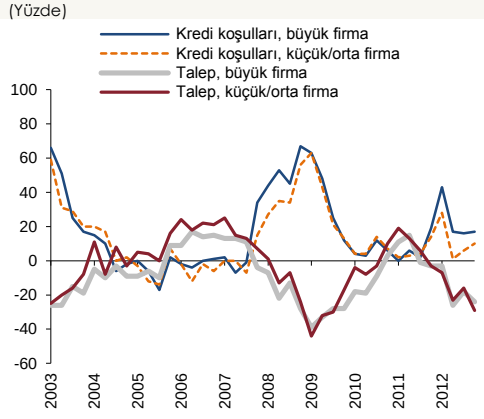
Grafik 2.4.4.
Euro – ABD Doları Çapraz Kur Takası Oranı
(1-Yıllık, Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg.

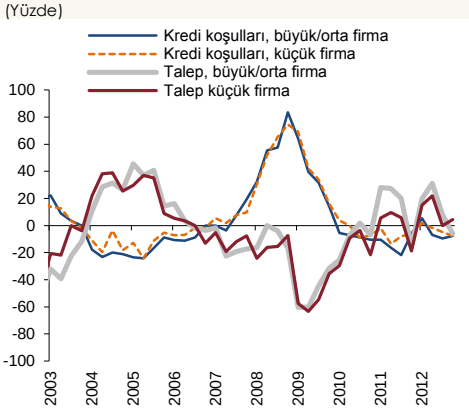
Ne var ki, finansal koşullarda devam eden iyileşme eğiliminin, özellikle Euro Bölgesi'nde kredi piyasalarına yansımadığı anlaşılmaktadır. ECB'nin yayımladığı son kredi eğilim anketine göre, Euro Bölgesi'nde bankacılık sektörü kredi koşullarını sıkılaştırmaya devam ederken, kredi talebindeki daralma ağırlaşmaktadır (Grafik 2.4.5). Fed'in yayımladığı son kredi eğilim anketi ise, ABD'de kredi koşullarındaki gevşemenin sınırlı kalmaya devam ettiğini göstermektedir. Büyük ve orta ölçekli firmaların kredi talebi azalırken, küçük ölçekli firmaların kredi talebi ise sınırlı oranda artış kaydetmiştir (Grafik 2.4.6).

Grafik 2.4.5.
Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi*
(Yüzde)



*Kredi koşullarında yukarı yönlü hareketler sıkılaşmaya işaret etmektedir.
Kaynak: ECB.

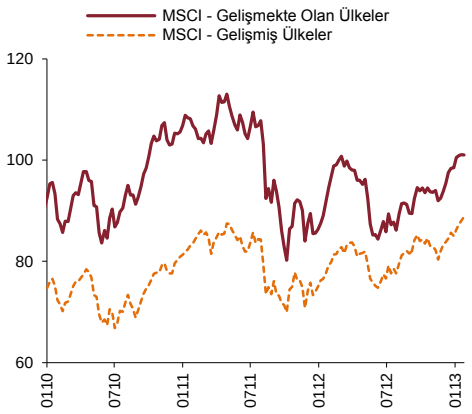
Grafik 2.4.6.
ABD Kredi Eğilim Anketi*
(Yüzde)



Kaynak: Fed.

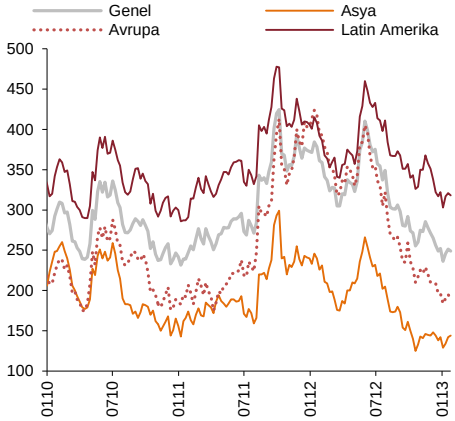
Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana hisse senedi piyasalarının olumlu performansı devam etmiş, gelişmekte olan ülkeler MSCI endeksindeki yükseliş son çeyrekte ivmelenmiştir (Grafik 2.4.7). Aynı dönemde, gelişmekte olan ülke borçlanma senetlerine olan talep doğrultusunda, getiri endekslerinde de düşüş sürmüştür (Grafik 2.4.8).

Grafik 2.4.7.
Küresel Hisse Senedi Piyasaları
(ABD Doları Bazında, 2007=100)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 2.4.8.
Bölgesel EMBI+ Gelişmeleri



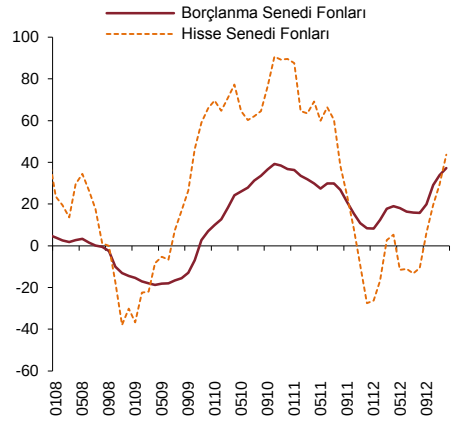
Kaynak: Bloomberg.

Önümüzdeki dönemde ABD'de mali uçurumun önlenmesine yönelik çözümler üzerinde nasıl anlaşma sağlanacağı belirsizlik oluştururken, Euro Bölgesi'nde büyümeye dair aşağı yönlü riskler, küresel risk iştahını olumsuz etkileyebilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

2.5. Sermaye Akımları

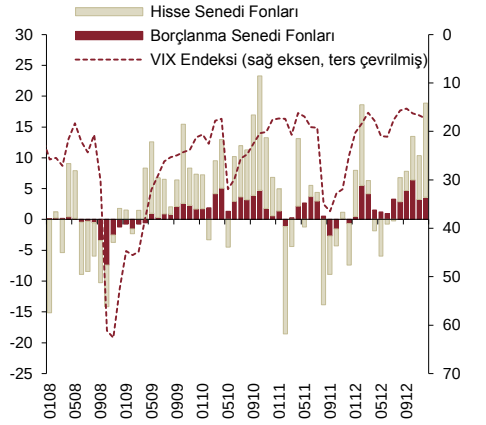
2012 yılı son çeyreğinde küresel risk iştahının görece yüksek seyretmesine paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının artış eğilimi devam etmiştir (Grafik 2.5.1). Bölgeler itibarıyla en çok yatırımcı çeken ülke grubu gelişmekte olan Asya ülkeleri olurken, Latin Amerika ve Yükselen Avrupa ülkeleri söz konusu ülkeleri daha geriden takip etmiştir.

Grafik 2.5.1.
Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Fon Akımları
(Birikimli, Milyar ABD Doları)



Kaynak: EPFR, Bloomberg.

Grafik 2.5.2.
Gelişmekte Olan Ülkeler Aylık Fon Akımları
(Milyar ABD Doları)



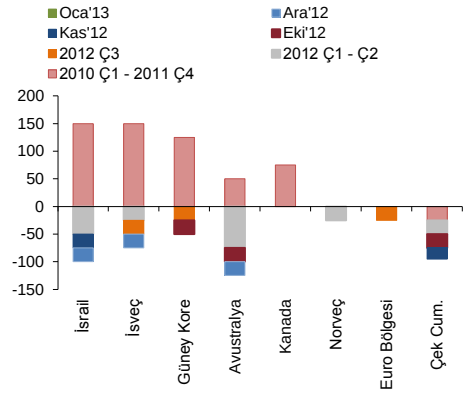
Kaynak: EPFR, Bloomberg.

2012 yılının üçüncü çeyreğine kıyasla son çeyrekte gerek borçlanma senedi gerekse hisse senedi piyasalarına girişler yoğunlaşmıştır (Grafik 2.5.2). Gelişmekte olan ülke borçlanma senetlerine dayalı fonlara yatırımın daha fazla tercih edildiği yılın ilk dokuz ayındaki eğilimin aksine, son üç aylık dönemde ağırlıklı olarak hisse senedi fonlarında artış gözlenmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomiyi desteklemek üzere sürdürdükleri genişletici politikalar sürerken, uluslararası yatırımcıların sabit getirili menkul kıymetlerden ziyade daha yüksek getiri arayışı ile gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına yöneldikleri dördüncü çeyrek, 2010 yılındakine benzer bir tablo ortaya koymuştur. Sermaye akımlarında gözlenen hızlanmanın, gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrara yönelik risk oluşturduğu değerlendirilmektedir.

2.6. Küresel Para Politikası Gelişmeleri

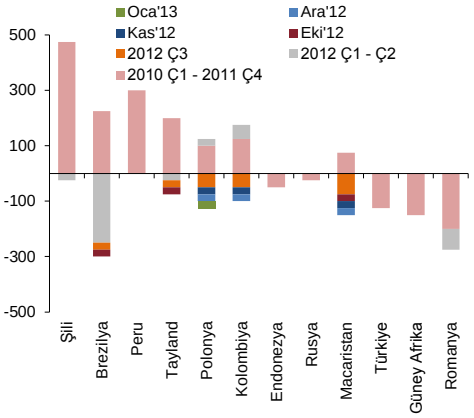
2012 yılı son çeyreğinde para politikası kararlarını şekillendiren temel faktör küresel büyümeye ilişkin kaygılar olmuş, buna bağlı olarak para politikasının yıl genelindeki gevşeme eğilimi devam etmiştir. Söz konusu gevşeme eğiliminde, faiz indirimleri temel araç olmuş; Ocak ayının ilk yarısını da içeren geçtiğimiz üç buçuk aylık dönemde gelişmiş ülkelerden İsveç ve Güney Kore 25'er, Çek Cumhuriyeti 45, İsrail ve Avustralya 50'şer; gelişmekte olan ülkelerden ise Brezilya ve Tayland 25'er, Kolombiya 50, Macaristan ve Polonya 75'er baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir (Grafik 2.6.1 ve Grafik 2.6.2). Böylelikle, GSYİH ağırlıklı hesaplanan ortalama politika faizi yılın son çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre, gelişmiş ülkeler için iki, gelişmekte olan ülkeler içinse yaklaşık yirmi baz puanlık düşüş göstermiştir (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).

Grafik 2.6.1.
Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 – Ocak 2013* (Baz Puan)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.
* 22 Ocak 2013 itibarıyla.

Grafik 2.6.2.
Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Ocak 2013*(Baz Puan)



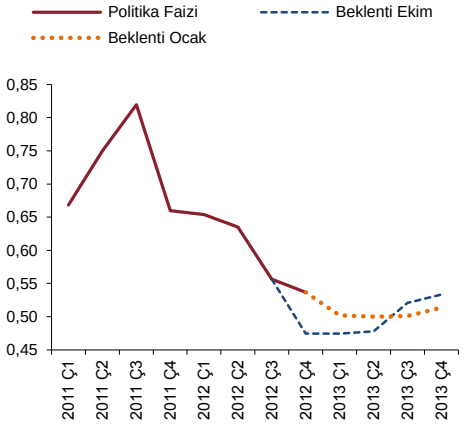
Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.
* 22 Ocak 2013 itibarıyla.

Gelişmiş ülkeler para politikası uygulamalarına bakıldığında, 2012 yılının son çeyreğinde, Japonya'nın ek bir parasal genişleme paketi açıklamış olması önemli bir gelişme olarak ön plana çıkmaktadır. Aralık ayı toplantısında kararlaştırılan ve önümüzdeki 12 aylık dönemi kapsayan yaklaşık 50 trilyon yen (yaklaşık 550 milyar dolar) tutarındaki yeni paketin hem doğrudan varlık alımı yoluyla hem de bankalara açılacak düşük faizli krediler yoluyla devreye sokulacağı açıklanmıştır. Ocak ayı toplantısında ise yıllık yüzde 1 olan enflasyon hedefi yüzde 2'ye çıkarılmış ve 2014 yılından başlamak üzere, herhangi bir zaman kısıtı olmadan, her ay belirli miktarlarda varlık alımı yapılarak bu hedefe mümkün olan en kısa zamanda ulaşmaya çalışılacağı belirtilmiştir. Yeni alım programının, parasal genişleme paketini 2014 yılı için 10 trilyon yen (yaklaşık 110 milyar dolar) artıracağı vurgulanmıştır. Söz konusu genişleme paketinin temel amacının, Japonya ekonomisinin sürdürülebilir büyüme patikasına dönüşünü garanti altına almak olduğu belirtilmektedir.

Anılan kapsamda bir diğer önemli gelişme ise, ABD'de enflasyon bekleyişlerinin kalıcı olarak yüzde 2,5'in üzerine çıkmaması kaydıyla, işsizlik oranı yüzde 6,5'in altına düşene kadar Fed'in para politikasını sıkılaştırmayacağını taahhüt etmiş olmasıdır. Böylelikle, Fed, işsizlik göstergelerinin önümüzdeki dönem para politikasının temel belirleyicilerinden biri olacağını duyurmuştur. Toplantı özeti ile birlikte yayımlanan kurul üyelerinin çeşitli ekonomik göstergeler ile ilgili ileriye yönelik tahminleri işsizliğin yüzde 6,5 seviyesine en erken 2015 yılında ulaşabileceğine işaret etmektedir. Fed'in söz konusu açıklamasının ardından uzun dönem faiz oranlarında göreli bir artış meydana geldiği, vadeli sözleşmeler

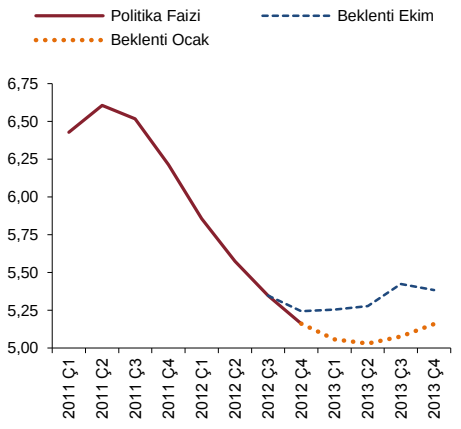
incelendiğinde de para politikasının sıkılaşmaya başlaması ile ilgili beklentilerin uzun bir aradan sonra daha erken bir tarihe çekildiği gözlenmiştir. Bu durum, piyasanın işsizlik oranlarına ilişkin tahminlerinin, Fed'in tahminlerinden daha düşük seyrettiği ve dolayısıyla, yüzde 6,5 seviyesine 2015 yılından önce ulaşmasının beklendiği yönünde bir izlenim vermektedir. Ne var ki, mali uçurum ile ilgili kısmi bir çözüm bulunmuş olsa dahi, uygulamaya ilişkin belirsizliklerin halen devam ediyor olduğu göz önüne alındığında, ABD maliye politikasının önümüzdeki dönem seyrinin, işsizlik oranı ve dolayısıyla Fed'in para politikasına ilişkin beklentiler üzerinde etkili olmaya devam edeceği değerlendirilmektedir.

Grafik 2.6.3.
Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

Grafik 2.6.4.
Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

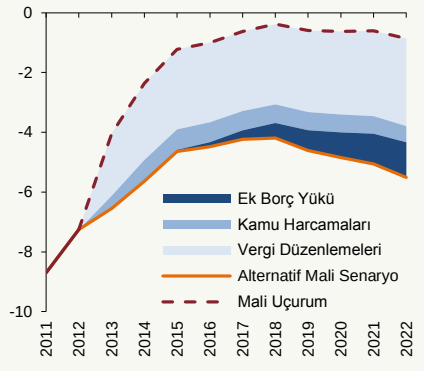
2012 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülke politika faizlerinde meydana gelen düşüşün, bir önceki Enflasyon Raporu beklentilerinin üzerinde olduğu ve 2013 yılına ilişkin politika faizi beklentilerinin de, yine bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre, aşağı yönlü güncellenmiş olduğu görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise, özellikle ECB'nin beklenen 25 baz puanlık indirimi yapmamış olmasına bağlı olarak, ortalama politika faizi yılın son çeyreğinde, beklenenden yüksek gerçekleşmiştir. Öte yandan, 2013 yılsonu beklentisi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu gelişmenin temel nedeni ise geçtiğimiz çeyrekte 2013 yılının ikinci yarısı için beklenen sıkılaşma eğiliminin, son çeyrekteki gelişmelere bağlı olarak yerini daha yatay bir faiz patikasına bırakması olmuştur (Grafik 2.6.3 ve Grafik 2.6.4).

Kutu 2.1 Mali Uçurum ve Olası Etkileri

ABD'de 2013 yılı başında yürürlüğe girmesi planlanmış olan ve maliye politikasının belirgin biçimde sıkılaştırılmasını öngören düzenlemeler, gerek ABD ekonomisi üzerindeki, gerekse küresel ölçekteki olası etkileri nedeniyle 2012 yılının son aylarından itibaren önemli gündem maddelerinden birini oluşturmuştur.

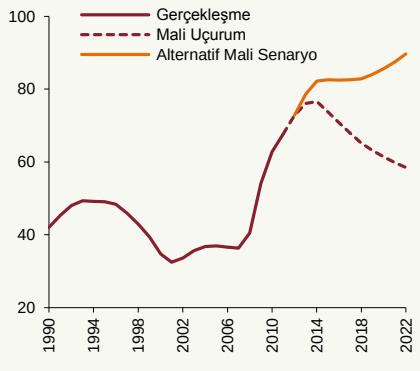
2001, 2003 ve 2009 yıllarında yürürlüğe girmiş ve daha sonra süreleri uzatılmak suretiyle yürürlükte kalmış olan geniş çaplı vergi indirim ve avantajlarının, 2012 yılı sonunda yürürlükten kalkmasını ve buna ilaveten kamu harcamalarının önemli oranda azaltılmasını içeren bu düzenlemelerin, bütçe dengesinde toplam 600 milyar ABD doları tutarında bir iyileşme sağlayacağı düşünülmüştür. Söz konusu düzenlemeler, bir yandan bütçe açığını azaltırken, diğer yandan ülkeyi tekrar resesyona sürükleme riski taşıdığından "mali uçurum" olarak adlandırılmıştır. Rakamsal bir ifadeyle, mali uçurumun 2013 yılında bütçe dengesinde sağlayacağı milli gelire oranla 2,5 puan iyileşmeye karşılık, reel milli geliri yüzde 0,5 oranında azaltacağı tahmin edilmiştir. Kongre Bütçe Ofisi'nin (Congressional Budget Office – CBO) analizlerine göre, mali sıkılaşma düzenlemelerinin yürürlüğe girdiği ve girmediği alternatif bir senaryo altında, bütçe dengesinde meydana gelecek değişimin en önemli kaynağını vergi düzenlemeleri oluşturmaktadır (Grafik 1). [1] Mali sıkılaşmanın önüne geçilmesi ise, ileriki dönemlerde kamu borç yükünü ve faiz ödemelerini artırıcı yönde etkide bulunmaktadır. Bu durumda, 2022 yılına kadarki on yıllık süre zarfında borç stokunun milli gelire oranının mali uçurum senaryosuna kıyasla yaklaşık 30 puan daha yüksek olması beklenmektedir (Grafik 2).

Grafik 1. Bütçe Dengesi/GSYİH Oranı (yüzde)



Kaynak: Congressional Budget Office.

Grafik 2. Kamu Borç Stoku/GSYİH Oranı (yüzde)

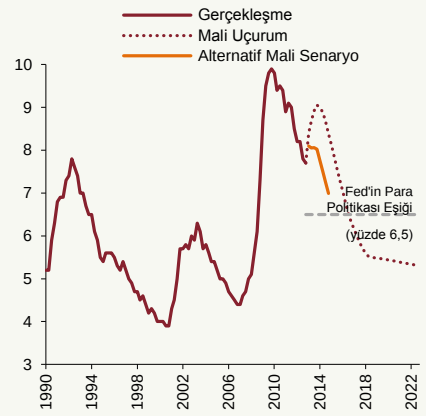


Kaynak: Congressional Budget Office.

[1] Congressional Budget Office (2012) "Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013", Kasım 2012. http://www.cbo.gov/publication/43694.

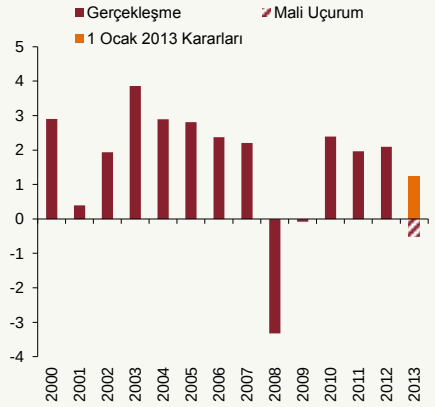
Maliye politikasındaki sıkılaşmanın ekonomi üzerindeki diğer bir olumsuz yansıması olarak, işsizlik oranının 2013 yıl sonunda yüzde 9,1'e yükseleceği, sonrasındaki on yıllık süre zarfında ise kademeli olarak yüzde 5,3'e gerileyeceği öngörülmüştür (Grafik 3). ABD iş gücü piyasasındaki toparlanmanın beklenenden zayıf geliştiği bir ortamda, söz konusu sıkılaşmanın toparlanmayı sekteye uğratacak olması endişe verici diğer bir unsur olmuştur. Zira, Fed Aralık ayı toplantı tutanaklarında, enflasyon oranı orta vadede yüzde 2,5'in üzerine çıkmadığı müddetçe, işsizlik oranı yüzde 6,5'in altına düşünceye kadar para politikasını gevşek tutacağını açıklayarak, para politikasının en önemli belirleyicilerinden birinin işgücü piyasası gelişmeleri olduğunu vurgulamıştır.

Grafik 3. İşsizlik Oranı (yüzde)



Kaynak: Congressional Budget Office.

Grafik 4. Reel GSYİH Büyüme Oranı (yıllık, yüzde)



Kaynak: Congressional Budget Office.

1 Ocak 2013 tarihinde alınan kararlar mali durum açısından kısmi bir çözüm ifade etmektedir. Önceki düzenlemeler altında geçerli olacak vergi artışlarının bir bölümü geri alınırken, kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi, borç tavanının yükseltilmesi ve orta vadeli bir mali konsolidasyon planında anlaşılması konuları ötelenmiştir. Bu çerçevede, yüksek gelir grubundan alınan vergileri artırmaya yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Buna karşılık, yılbaşında otomatik olarak yürürlüğe girmesi gereken ve önümüzdeki on yıllık dönemi kapsayan 1,2 trilyon ABD doları tutarındaki kamu harcamalarında kesintiye gitme kararı, Mart ayına ertelenmiştir. Ayrıca, borç tavanı limitine halihazırda ulaşmış bulunan ABD Hazinesi'nin, Mart ayından önce söz konusu limitin artırılmasına ilişkin olarak Kongre'nin onayını alması gerekmektedir.

Mali uçurum senaryosu altında 2013 yılsonu itibarıyla yüzde 0,5 daralması beklenen ABD ekonomisinin, son kararlar neticesinde, yüzde 1,25 oranında büyüme kaydedebileceği tahmin edilmektedir (Grafik 4). Öte yandan, mali uçurumun kısmen engellenmiş olması, mali göstergelerin, Grafik 1 ve Grafik 2'de gösterilen iki farklı senaryonun arasında bir yerde gerçekleşeceğini ifade etmektedir.

Özetle, yılbaşında yapılan mali düzenlemeler, ekonomiye Fed tarafından sağlanan para politikası desteğinin yanında, maliye politikası desteğinin de süreceğine ilişkin bir işaret olarak algılanmaktadır. Ancak, düzenlemelerin bu haliyle gerek mali sorunları gerekse ekonomik endişeleri giderecek kalıcı bir çözüm sunmadığı değerlendirilmektedir. Önümüzdeki dönemde politik sorunların aşılarak orta vadeli bir mali konsolidasyon planı üzerinde anlaşma sağlanması, ABD'de borç yükünün azaltılarak sürdürülebilir seviyelere indirgenmesi açısından önem arz etmektedir. Öte yandan, mali uçurumun engellenmesine yönelik adımlar kısa vadede ABD ekonomisinin tekrar resesyona sürüklenme olasılığını azaltmasına karşın, uzun vadede bütçe üzerine getireceği ek baskı ve tasarruflar üzerindeki olumsuz etkisi nedeniyle, milli gelirin daha uzun süre potansiyelinin altında kalmasına neden olma riski taşımaktadır.

Sonuç olarak, halihazırda üzerinde uzlaşı sağlanan kısmi mali sıkılaştırma tedbirleri, ABD büyümesine ve dolayısıyla küresel büyümeye dair endişeleri bir miktar da olsa azaltmıştır. Ne var ki, kayda değer nitelikteki diğer mali düzenlemelere ilişkin kararların ötelenmesi ve bunların nasıl çözümleneceğine dair belirsizliklerin devam etmesi, gerek ABD ekonomisi ve gerekse küresel ekonomi üzerindeki aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

3. Enflasyon Gelişmeleri

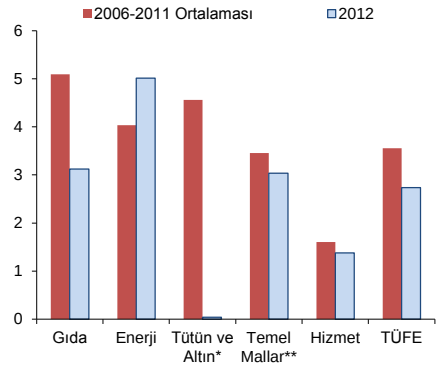
3.1. Enflasyon

2012 yılında tüketici enflasyonu önceki yıla kıyasla 4,3 puan gerileyerek yüzde 6,16 oranında gerçekleşmiştir. Böylelikle son 44 yılın en düşük yıl sonu tüketici enflasyonuna ulaşılmıştır. 2011 yılı genelinde Türk lirasında gözlenen değer kaybının enflasyon üzerindeki olumsuz yansımalarının, başta dayanıklı tüketim malları üzerinde olmak üzere büyük ölçüde tamamlanması ile temel mal grubu yıllık enflasyonu yıl genelinde kademeli bir azalış eğilimi sergilemiştir. Yıl sonunda bir önceki yıl fiyat düzeyinin de altına gerileyen işlenmemiş gıda fiyatlarındaki geçmişe kıyasla oldukça olumlu seyir enflasyondaki gerilemenin önemli bir belirleyicisi olmuştur. Tarım dışındaki uluslararası emtia fiyatlarının yıl genelinde ılımlı bir seyir izlemesi, döviz kurlarındaki istikrarlı gidişat ve yavaşlayan ekonomik faaliyet enflasyon görünümüne olumlu katkı yapmıştır. Bu dönemde hizmet enflasyonunda sınırlı bir artış gözlense de maliyet ve talep baskılarının hafiflemesi ile temel enflasyon göstergeleri yıl genelinde aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Öte yandan, özellikle enerjideki kamu fiyat ve vergi ayarlamaları enflasyonu olumsuz etkileyen bir faktör olmuştur. Bu çerçevede 2012 yılında tüketici enflasyonu yüzde 5 olan enflasyon hedefinin 1,16 puan üzerinde gerçekleşirken, belirsizlik aralığının içinde kalmıştır.

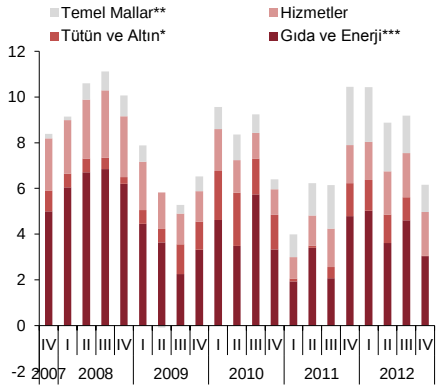
2012 yılının son çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 3 puan gerilemiştir. Alt gruplar detayında bakıldığında, bu gelişmede mevsim ortalamalarının oldukça altında gerçekleşen işlenmemiş gıda fiyat artışının ön planda olduğu görülmektedir (Grafik 3.1.1). Son çeyrekte geçmiş yıllarda (2006-2011) ortalama yüzde 8,5 oranında artan grup fiyatları 2012 yılının aynı döneminde yüzde 2,82 oranında artmıştır. Bu gelişme sonucunda gıda grubunun enflasyona yaptığı katkı üçüncü çeyrek sonuna kıyasla 1,7 puan azalmıştır (Grafik 3.1.2). Temel mal grubunun katkısı ithalat fiyatları ve ekonomik faaliyetteki zayıf görünüm paralelinde 0,46 puan azalırken, hizmet grubunun enflasyona olan katkısında önemli bir değişim gözlenmemiştir. Ayrıca, alkollü içecekler ve tütün gruplarında yıllık enflasyon öngörüldüğü üzere son çeyrekte belirgin olarak azalarak enflasyondaki düşüşe önemli katkı sağlamıştır. Diğer taraftan, yapılan vergi artışları ve yönetilen enerji kalemlerindeki ayarlamaların etkisi ile enerji grubunun enflasyona olan katkısı sınırlı bir oranda yükselmiştir.

2013 yılı genelinde işlenmiş gıda ve enerji grubu yıllık enflasyonunun azalış göstereceği tahmin edilmektedir. Benzer şekilde, temel mal enflasyonunun dayanıklı tüketim dışında kalan giyim ve diğer temel mal fiyatları kaynaklı olarak yavaşlama eğilimini sürdüreceği, hizmet grubu yıllık enflasyonunun ise son iki yılda gözlenen sınırlı artışın ardından 2013 yılında daha ılımlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Enflasyonun, Ekim Enflasyon Raporu'nda da öngörüldüğü gibi, tütün ürünlerinde Ocak ayı başında yapılan vergi ayarlamasının yaklaşık 0,75 puanlık katkısı sonucunda yükselmesi, sonrasında ise kademeli bir azalış eğiliminde olması beklenmektedir.

Grafik 3.1.1.
Gruplar İtibarıyla TÜFE
(Dördüncü Çeyrek Yüzde Değişim)



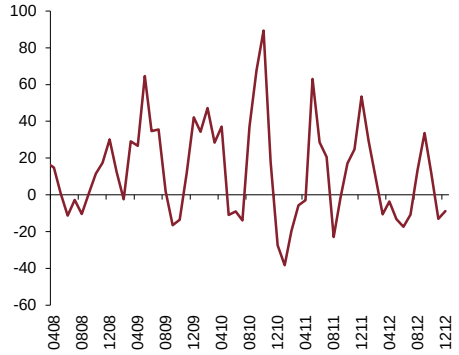
Grafik 3.1.2.
Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı



* Tütün ve Altın: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın.
** Temel Mallar: Gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar.
*** Gıda ve Enerji: Gıda ve alkolsüz içecekler ile enerji.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

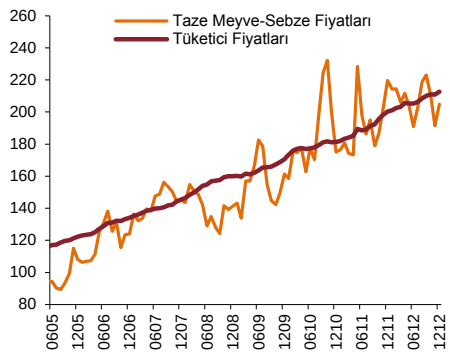
Mevsimsel etkilerden arındırılmış işlenmemiş gıda fiyatları yılın son çeyreğinde önemli bir oranda düşmüştür (Grafik 3.1.3). Böylelikle işlenmemiş gıda fiyatları 2012 yılında yüzde 2,78 oranında gerileyerek öngörülere kıyasla daha olumlu bir görünüm çizmiştir. Bu gelişmede, fiyatları genel tüketici fiyat seviyesinin altına inen taze meyve ve sebze fiyat gelişmeleri belirleyici olmuştur (Grafik 3.1.4). 2012 yılı sonbahar mevsiminde yurt genelinde ortalama sıcaklıklar mevsim normallerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu çerçevede, özellikle sebze fiyatları mevsimsel etkilerden arındırıldığında Ekim ve Kasım aylarında önemli oranlarda gerilemiştir. Aralık ayında fiyatlar tekrar yukarı yönlü bir görünüm sergilese de, sebze fiyatları 2012 yılında yaklaşık yüzde 15 oranında gerilemiştir. Son çeyrekte temelde et fiyatlarına bağlı olarak, meyve-sebze dışında kalan işlenmemiş gıda fiyatları da gerilemiş, böylelikle bu alt grupta 2012 yılı fiyat artışı yüzde 0,30 ile sınırlı kalmıştır. Öte yandan, süt fiyatlarındaki artış eğilimi çeyrek sonuna doğru zayıflamakla birlikte son çeyrekte de devam etmiştir.

Grafik 3.1.3.
İşlenmemiş Gıda Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

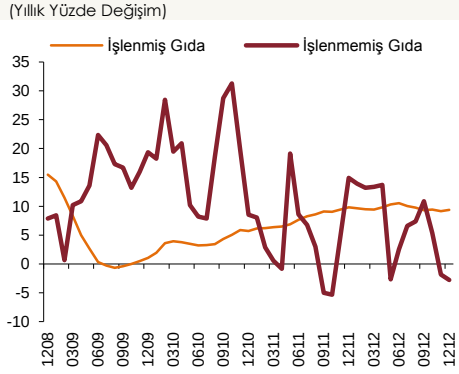
Grafik 3.1.4.
Taze Meyve-Sebze ve Tüketici Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış Fiyat Endeksi, 2003=100)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

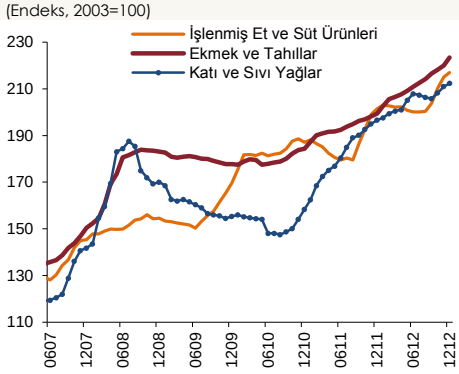
İşlenmiş gıda ürünleri fiyatları son çeyrekte yüzde 3,35 ile tarihsel ortalamalara kıyasla yüksek bir oranda artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu grupta yıllık enflasyon son çeyrekte görece yatay seyrederek yılı yüzde 9,37 ile yüksek bir seviyede tamamlamıştır (Grafik 3.1.5). Yıl genelinde işlenmiş gıda fiyatlarının seyrinde öne çıkan başlıca alt kalem ekmek ve tahıl ürünleri fiyatları olmuştur (Grafik 3.1.6). Bilhassa ekmek fiyatları 2012 yılında yüzde 15,43 oranında artmıştır. Bu gelişmede başlangıçta Türk Gıda Kodeksi Ekmek ve Ekmek Çeşitleri Tebliği'ndeki gramaja dair düzenlemelerin etkisi hissedilmiştir. Ancak daha sonra yurt içi buğday fiyatları da yukarı yönlü bir eğilim izleyerek Mayıs ayından bu yana yüzde 15,6 oranında artmıştır. Bu gelişmenin etkisi ekmek fiyatlarının yanı sıra makarna ve diğer tahıl ürünleri fiyatları üzerinde de izlenmiştir. Bunun yanında, son çeyrekte süt fiyat gelişmelerine paralel olarak, peynir ve diğer süt ürünleri fiyatları yüzde 6,82 oranında yükselmiştir. Bu dönemde işlenmiş et ürünleri ile katı ve sıvı yağlarda da fiyat artışları kaydedilmesi ile artışların işlenmiş gıda fiyatlarının geneline yansıdığı gözlenmiştir (Grafik 3.1.6).

Grafik 3.1.5.
Gıda Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.6.
Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları
(Endeks, 2003=100)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Sonuç olarak, gıda grubu yıllık enflasyonu islenmiş gıda fiyatlarındaki görece olumsuz seyre karşılık, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak bu çeyrekte yaklaşık 6,5 puan azalarak yüzde 3,90 seviyesine gerilemiştir. Böylelikle, gıda enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyenin belirgin olarak altında gerçekleşmiştir.

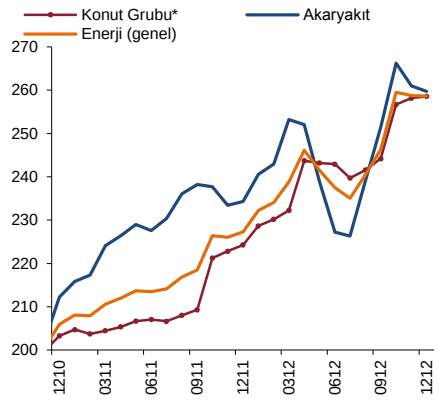
Tablo 3.1.1.
Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011		2012				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
TÜFE	**5,66**	**10,45**	**1,55**	**0,39**	**1,36**	**2,74**	**6,16**
1. Mallar	**7,29**	**11,97**	**1,54**	**-0,19**	**1,12**	**3,25**	**5,82**
Enerji	4,03	10,36	5,08	-0,57	3,70	5,02	13,79
Gıda ve Alkolsüz İçecekler	9,57	12,21	2,89	-5,85	4,01	3,12	3,90
İşlenmemiş Gıda	17,23	14,89	3,66	-14,76	7,01	2,82	-2,78
İşlenmiş Gıda	3,30	9,82	2,25	1,55	1,92	3,35	9,37
Enerji ve Gıda Dışı Mallar	6,93	12,51	-1,14	4,78	-2,24	2,50	3,78
Temel Mallar	4,92	10,09	-1,32	5,88	-2,93	3,03	4,49
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	1,90	12,19	1,41	-0,05	-0,69	-0,48	0,17
Alkollü İçecek, Tütün ve Altın	14,46	21,70	-0,33	-0,17	1,03	0,04	0,57
2. Hizmetler	**1,22**	**6,27**	**1,57**	**1,96**	**2,00**	**1,38**	**7,09**
Kira	1,21	4,71	0,89	1,27	1,59	1,61	5,46
Lokanta ve Oteller	2,14	8,20	1,99	2,62	2,66	1,74	9,31
Ulaştırma	1,73	9,49	2,12	1,79	3,21	0,81	8,16
Haberleşme	0,47	1,04	0,06	2,07	1,79	3,00	7,08
Diğer Hizmetler*	0,65	7,12	2,24	2,00	1,27	0,41	6,04

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

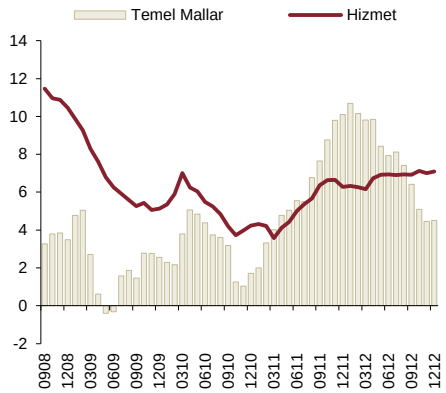
Enerji fiyatları yılın son çeyreğinde yüzde 5,02 oranında artmıştır (Tablo 3.1.1). Bu dönemde, enerji grubu fiyat gelişmelerinde kamu kesimi kararları ön plana çıkmıştır. 22 Eylül 2012 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan ÖTV Kanunu'na tabi bazı ürünlerdeki vergi değişimlerine ilişkin düzenleme çerçevesinde akaryakıttan alınan ÖTV miktarı artırılmıştır. Ayrıca, 1 Ekim'den itibaren geçerli olmak üzere elektrik ve doğalgaz fiyatları (sırasıyla yüzde 9,78 ve 9,84) yükseltilmiştir. Söz konusu kamu ayarlamalarının tüketici enflasyonuna doğrudan etkisi yaklaşık 1 puan olmuştur. Anılan kamu fiyat ayarlamalarının etkisiyle enerji fiyatları Eylül ve Ekim aylarında yüzde 8 civarında yükselmiş, yılın son iki ayında ise uluslararası petrol fiyatlarındaki gerilemenin yurt içi akaryakıt fiyatlarına olan yansımalarıyla sınırlı bir azalış göstermiştir (Grafik 3.1.7). Sonuç olarak, enerji grubu yıllık enflasyonu geçen çeyreğe kıyasla 1,07 puan artarak yılı yüzde 13,79 gibi yüksek bir artış oranı ile tamamlamıştır. Son bir buçuk yıllık dönemde elektrik ve doğalgaz fiyatlarında kaydedilen yüksek oranlı birikimli artışlar önümüzdeki dönemde tüketici fiyatları üzerinde yukarı yönlü maliyet baskısı oluşturma riski taşısa da, toplam talep koşullarının seyri anılan baskıları sınırlayabilecektir.

Grafik 3.1.7.
Enerji Grubu Fiyatları
(Endeks, 2003=100)



*Konut grubunda yer alan enerji kalemleri elektrik, su, doğalgaz, tüp gaz ve katı yakıtlardır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

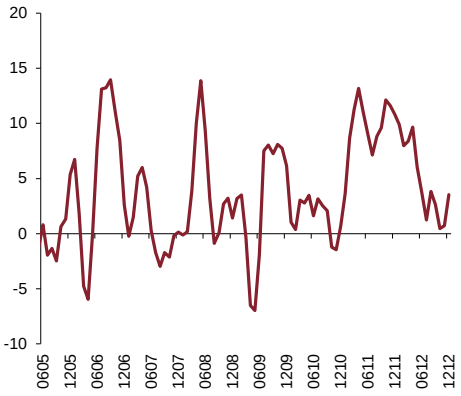
Grafik 3.1.8.
Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

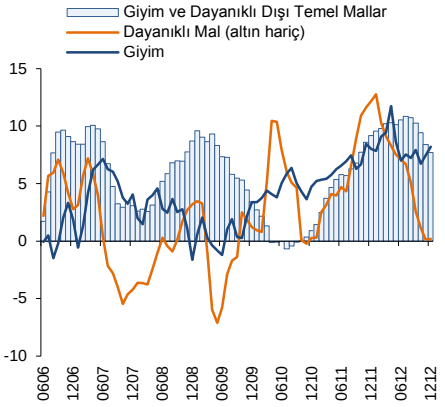
Temel mal grubu yıllık enflasyonundaki yavaşlama eğilimi son çeyrekte de sürmüş ve yıl sonu itibarıyla enflasyon yüzde 4,5 seviyesine gerilemiştir (Grafik 3.1.8). Bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış temel mal grubu fiyatlarının artışı bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir oranda yükselse de, ana eğilimdeki ılımlı seyir korunmuştur (Grafik 3.1.9). Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarındaki azalış ve iktisadi faaliyette kaydedilen yavaşlama, fiyatlara gelebilecek baskıları sınırlamıştır. Temel mal grubu fiyatlarındaki yavaşlamanın ana sürükleyicisi dayanıklı tüketim malları olurken bu grupta 2012 yılı enflasyonu yüzde 0,17 olmuştur (Grafik 3.1.10). Alt gruplar bazında, otomobil ile elektrikli ve elektriksiz aletler gruplarında fiyatların bir önceki yıla kıyasla düşüş kaydettiği izlenmiştir (Tablo 3.1.2). 2012 yılı Eylül ayında alınan mali önlemler kapsamında motor hacmi 1600 cc'ye kadar olan otomobiller için nispi ÖTV oranı yükseltilmiş, ancak bu gelişmenin otomobil ve temel mal fiyatlarına belirgin bir yansıması olmamıştır. Dayanıklı tüketim malları grubundaki bu olumlu seyre karşılık, giyim grubu enflasyonu son çeyrekte de artmış ve yılı yüzde 8,2 ile manşet enflasyonun üzerinde bir düzeyde tamamlamıştır. Bu gelişmede 2011 yılında tekstil ve hazır giyim ithalatında alınan koruma önlemleri kapsamında yapılan gümrük vergisi artışlarının etkili olduğu tahmin edilmektedir. Son olarak, giyim ve dayanıklı tüketim dışında kalan temel malların çeyreklik artış oranında devam eden yavaşlama ile bu grupta yıllık enflasyon son çeyrekte de düşüş kaydetmiştir (Grafik 3.1.10 ve Tablo 3.1.2).

Grafik 3.1.9.
Temel Mal Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.10.
Temel Mal Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

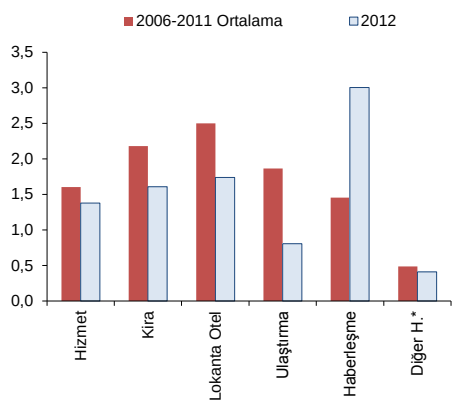
Tablo 3.1.2.
Temel Mal Fiyatları
(3 Aylık ve Yıllık Yüzde Değişim)

	2011		2012				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
Temel Mallar	**4,92**	**10,09**	**-1,32**	**5,88**	**-2,93**	**3,03**	**4,49**
Giyim ve Ayakkabı	**11,72**	**8,01**	**-10,90**	**22,34**	**-11,37**	**12,00**	**8,20**
Dayanıklı Mallar (Altın Hariç)	**1,90**	**12,19**	**1,41**	**-0,05**	**-0,69**	**-0,48**	**0,17**
Mobilya	4,01	13,25	3,19	1,76	-0,58	1,84	6,33
Elektrikli ve Elektriksiz Aletler	3,29	5,27	0,94	-2,75	-0,65	-0,96	-3,41
Otomobil	0,52	15,52	1,09	0,42	-0,82	-1,07	-0,40
Diğer Dayanıklı Mallar	3,00	10,06	1,22	3,13	0,69	0,54	5,68
Diğer	**3,44**	**9,18**	**2,76**	**2,42**	**1,28**	**1,05**	**7,71**

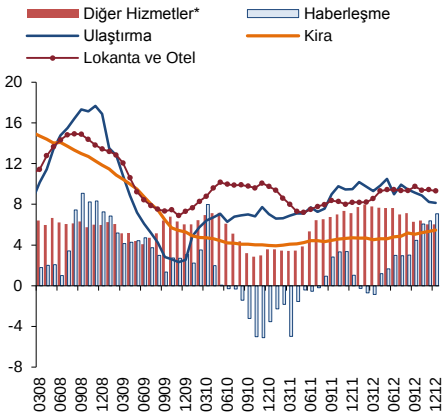
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Hizmet grubu yıllık enflasyonu bir önceki çeyreğe kıyasla 0,17 puan artarak yüzde 7,09 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.8). Yılın son çeyreğinde fiyat artışları hizmet grubu genelinde ve haberleşme hariç tüm alt gruplarda geçmiş yıl ortalamalarının altında gerçekleşmiştir (Grafik 3.1.11). Özellikle ulaştırma ve lokanta-otel hizmetleri fiyatlarında son yılların en düşük son çeyrek artışı gözlenmiştir. Kiralarda üçüncü çeyrekteki düşük oranlı artış eğilimi korunmuş, yıllık kira enflasyonu bu dönemde 0,4 puanlık artışla yüzde 5,46'ya yükselmiştir. Ancak, son çeyrekte hizmet fiyatları ile ilgili en dikkat çekici gelişme haberleşme hizmetlerinde olmuştur. Haberleşme hizmetleri fiyatları bu dönemde özellikle İnternet kullanım ücreti kalemindeki fiyat gelişmelerinin etkisiyle yüzde 3 oranında artmış, bu grupta yıllık enflasyon belirgin olarak hızlanarak yılı yüzde 7,08 oranında tamamlamıştır (Grafik 3.1.12). Yıl genelinde hizmet fiyatlarının seyri değerlendirildiğinde, tüketici enflasyonunun bir süre çift hanelerde seyrettiği bu dönemde, yavaşlayan ekonomik faaliyet ile dış fiyat ve döviz kurlarındaki istikrarlı gidişatın hizmet enflasyonundaki muhtemel artışı sınırladığı görülmektedir.

Grafik 3.1.11.
Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları
(Dördüncü Çeyrek Yüzde Değişim)



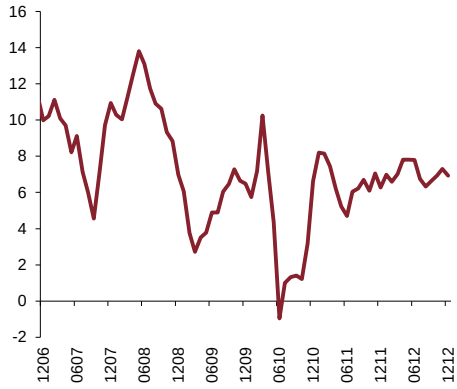
Grafik 3.1.12.
Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



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

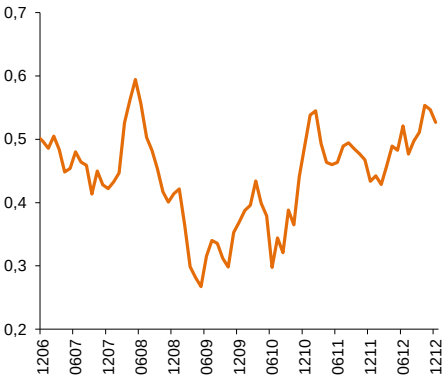
Hizmet grubunda yıllık enflasyon Mayıs ayından bu yana yüzde 7 seviyesinde yatay bir seyir izlemektedir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler bu ılımlı görünümün hizmet enflasyonunun ana eğiliminde de izlendiğine işaret etmektedir (Grafik 3.1.13). Ancak, hizmet grubunda fiyat artırma eğiliminin grup geneline yayılımında 2012 yılında bir yükseliş kaydedilmiştir (Grafik 3.1.14). Yayılım endeksinin yükseldiği bir dönemde fiyatların artış eğiliminin yatay seyrediyor olması fiyat artışlarının büyüklüğünün geçmiş dönemlere kıyasla daha düşük seyrettiğine işaret etmektedir.

Grafik 3.1.13.
Hizmet Fiyatları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış 3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

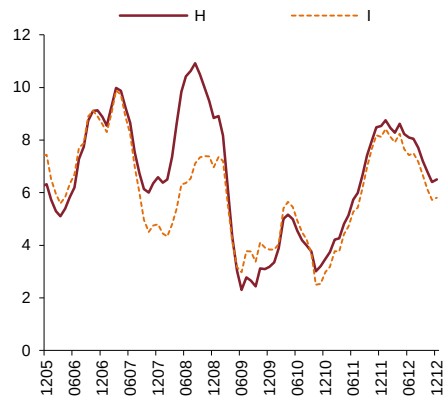
Grafik 3.1.14.
Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış 3 Aylık Ortalama)



* Yayılım Endeksi: Ay içinde fiyatı artan maddelerin sayısı ile fiyatı azalan maddelerin sayısı arasındaki farkın toplam madde sayısına oranı olarak hesaplanmaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

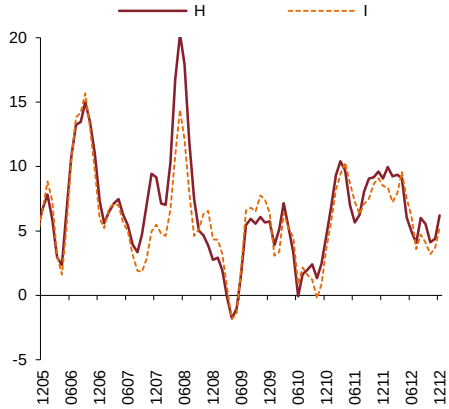
Temel enflasyon göstergelerinden H ve I'nın yıllık enflasyonları yılın son çeyreğinde sırasıyla yüzde 6,50 ve 5,81'e gerilemiştir (Grafik 3.1.15). Bu gelişmede, önceki çeyreğe paralel olarak, temel mal grubu enflasyonundaki yavaşlama belirleyici olmuştur. Türk lirasındaki değer kaybının yansımalarının yıl içinde yavaşlaması ile birlikte, temel enflasyon göstergelerinde yıllık enflasyon yıl boyunca azalış eğiliminde olmuş ve her iki göstergede de 2011 yılı sonuna kıyasla 2 puanın üzerinde bir düşüş kaydetmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler ana eğilimin I ve H göstergelerinde yılın ikinci yarısında sırasıyla yüzde 4 ve 5 seviyelerinde dalgalandığına işaret etmektedir (Grafik 3.1.16).

Grafik 3.1.15.
Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

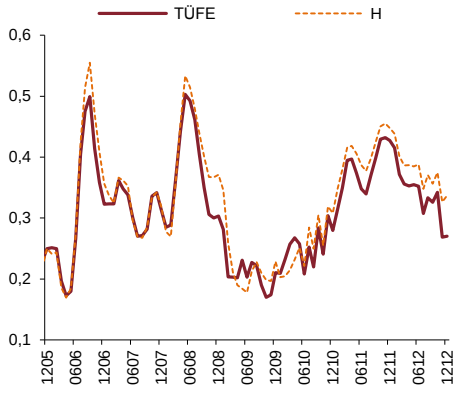
Grafik 3.1.16.
Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yıllıklandırılmış
3 Aylık Ortalama Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

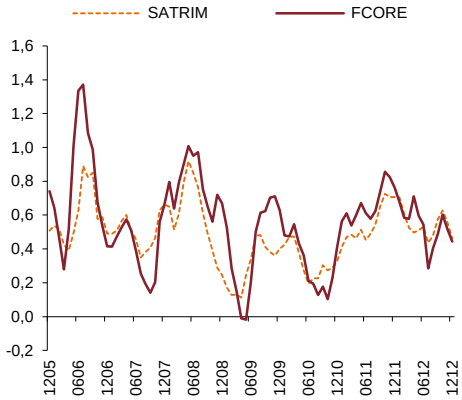
TÜFE ve H göstergesine ilişkin yayılım endeksleri son çeyrekte gerilemiştir (Grafik 3.1.17). Yayılım endeksleri yıl içinde belirgin olarak azalarak tarihsel ortalamalar seviyesine gelmiştir. Hizmet fiyatlarındaki yayılımın yıl genelinde artmakta olduğu göz önüne alındığında, mal grubunda fiyat artırma eğiliminin yavaşlamış olduğu görülmektedir. TCMB bünyesinde takip edilen alternatif çekirdek enflasyon göstergeleri, H ve I göstergelerinden farklılaşarak, üçüncü çeyrekteki artışın ardından son iki ayda aşağı yönlü bir seyir izlemiştir (Grafik 3.1.18). Sonuç itibarıyla, temel enflasyon göstergeleri, yayılım endeksleri ve alternatif çekirdek göstergeler birlikte incelendiğinde, enflasyonun ana eğilimindeki ılımlı seyrin sürmekte olduğu değerlendirilmektedir.

Grafik 3.1.17.
TÜFE ve H Yayılım Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış 3 Aylık Ortalama)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.18.
Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve FCORE*
(3 Aylık Ortalama)



*SATRIM: Mevsimsellikten arındırılmış veriler ile hesaplanan budanmış ortalama enflasyon.
FCORE: Faktör modele dayalı gösterge
(Bakınız Enflasyon Raporu 2011-I, Kutu 3.2).
Kaynak: TCMB.

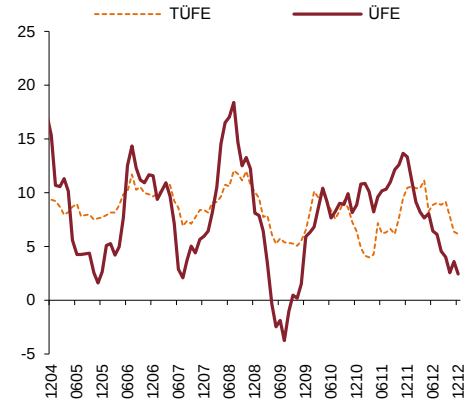
2012 yılı boyunca aşağı yönlü bir seyir izleyen üretici fiyatları yıllık enflasyonu yüzde 2,45 ile tarihi düşük yıl sonu seviyesine gerileyerek yıl genelinde tüketici fiyatları üzerinde maliyet yönlü baskıları sınırlamıştır (Grafik 3.1.19). Üretici fiyatları son çeyrekte temelde enerji fiyatları kaynaklı olmak üzere yüzde 1,72 oranında artmıştır (Tablo 3.1.3). Tarihsel ortalamalara göre dördüncü çeyrekte artış gösteren tarım grubu fiyatları, meyve-sebze ve canlı hayvan fiyatlarındaki azalışa bağlı olarak bu dönemde düşmüştür (Grafik 3.1.20). Öte yandan, tahıl grubu fiyat artışı bu çeyrekte de sürmüştür. Özellikle yurt içi buğday fiyatlarındaki yükseliş, ivmesi kırılmakla beraber bu dönem de devam etmiş, bu durumun ekmek-tahıl grubu fiyatları üzerinde olumsuz yansımaları olmuştur. Buna ek olarak, son çeyrekte tütün, pamuk ve süt fiyatları belirgin oranda (sırasıyla yüzde 35,7, 8,8 ve 7,4) artmıştır.

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

	2011		2012				
	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık
ÜFE	**3,28**	**13,33**	**0,65**	**-0,89**	**0,97**	**1,72**	**2,45**
Tarım	**13,09**	**10,53**	**1,65**	**-3,36**	**0,91**	**-3,31**	**-4,17**
Bitkisel, Meyve ve Sebze Ürünleri	17,18	9,83	0,76	-3,75	2,82	-4,78	-5,05
Canlı Hayvanlar ve Hayvansal Ürünler	5,51	6,56	-0,28	-2,44	-0,16	-0,29	-3,15
Sanayi	**1,48**	**13,92**	**0,45**	**-0,37**	**0,98**	**2,74**	**3,83**
Madencilik	2,93	19,76	0,90	2,24	2,13	0,13	5,49
İmalat	**0,72**	**14,59**	**1,06**	**-0,83**	**1,22**	**-0,17**	**1,27**
Petrol Ürünleri Hariç İmalat	0,70	13,42	0,79	-0,36	0,87	0,18	1,48
Petrol ve Ana Metal Ürünleri Hariç İmalat	1,39	12,38	0,93	-0,09	1,15	0,48	2,50
Elektrik, Gaz ve Su	7,91	6,38	-4,64	2,57	-1,41	28,21	23,64

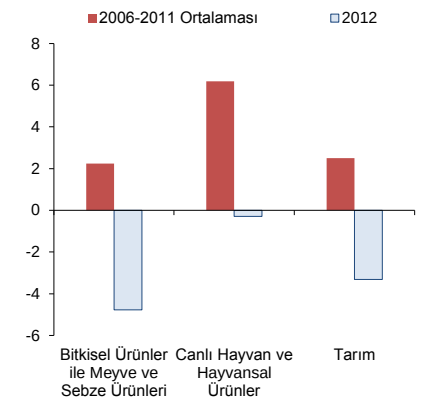
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.19.
Üretici ve Tüketici Fiyatları
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

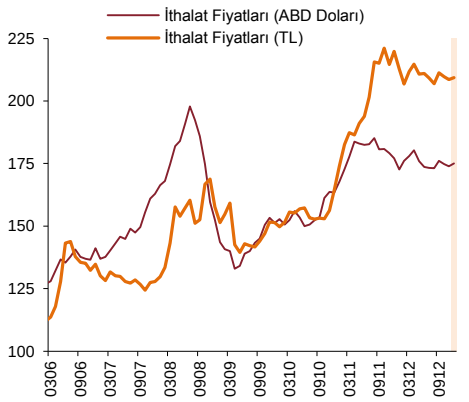
Grafik 3.1.20.
Tarım Fiyatları
(Dördüncü Çeyrek Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

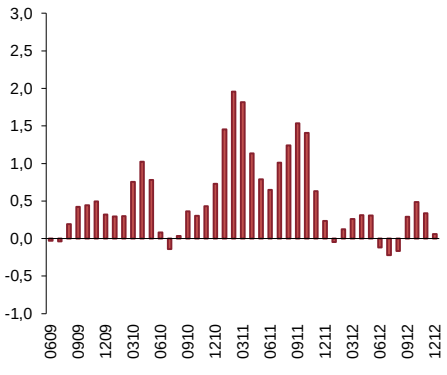
Son çeyrekte döviz kurlarındaki istikrarlı seyir ve emtia fiyatlarındaki azalışın etkisiyle Türk lirası cinsinden ithalat fiyatları sınırlı da olsa gerilemiştir (Grafik 3.1.21). Bu durumun yansımalarıyla imalat sanayi fiyatları son çeyrekte yüzde 0,17 oranında azalmıştır (Tablo 3.1.3 ve Grafik 3.1.22). Bu dönemde uluslararası petrol fiyatlarındaki gerilemeye paralel olarak petrol ürünleri imalat fiyatları düşmüş, bu ürünler dışlandığında ise imalat sanayi fiyatları sınırlı oranda artmıştır. Alt gruplar bazında incelendiğinde, son çeyrekte imalat sanayi fiyatlarının ara mal ve dayanıklı mallar gruplarına bağlı olarak azaldığı gözlenmiş, bu gelişmede ise demir-çelik ve mücevherat fiyatlarındaki azalışın etkili olduğu izlenmiştir. Sonuç olarak, 2012 boyunca azalan imalat sanayi yıllık enflasyonu yılı yüzde 1,27 ile tarihi düşük bir seviyelerde tamamlamıştır.

Grafik 3.1.21.
ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları*(Endeks, 2003=100)



*Aralık ayı verisi tahmindir.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 3.1.22.
Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları
(Üç Aylık Ortalama Yüzde Değişim)

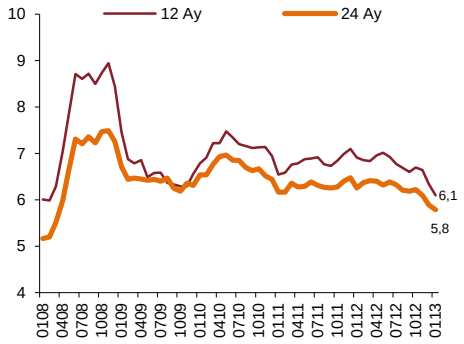


Kaynak: TÜİK, TCMB.

3.2. Beklentiler

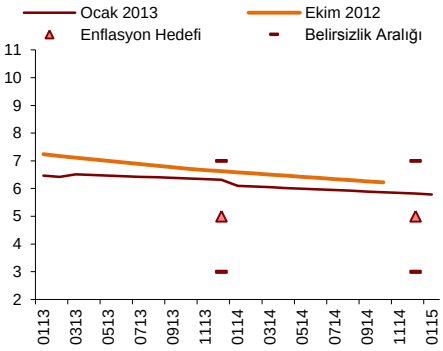
2012 yılının üçüncü çeyreğinde temel enflasyon göstergelerindeki gerilemeye paralel olarak azalış gösteren orta vadeli enflasyon beklentileri, yılın son çeyreğinde de bu olumlu seyrini sürdürmüştür (Grafik 3.2.1). Enflasyon beklentileri vadeler bazında incelendiğinde, beklentilerin hem yakın hem de orta vadede bir önceki çeyreğe kıyasla aşağı yönlü güncellendiği gözlenmiştir (Grafik 3.2.2). Özellikle 24 ay sonrası için beklentilerin uzun bir aradan sonra ilk defa belirgin bir düşüş gösterdiği dikkat çekmektedir. Bununla birlikte enflasyon beklentileri halen 2013 ve 2014 yıl sonları için yüzde 5 olarak belirlenen hedefin üzerinde seyretmektedir.

Grafik 3.2.1.
12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri*
(Yıllık Yüzde Değişim)



*TCMB Beklenti Anketi verileri olup, 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir.
Kaynak: TCMB.

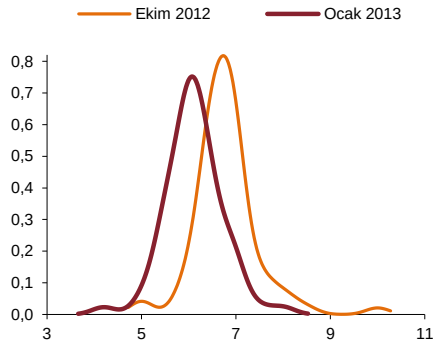
Grafik 3.2.2.
Enflasyon Beklentileri Eğrisi*
(Yıllık Yüzde Değişim)



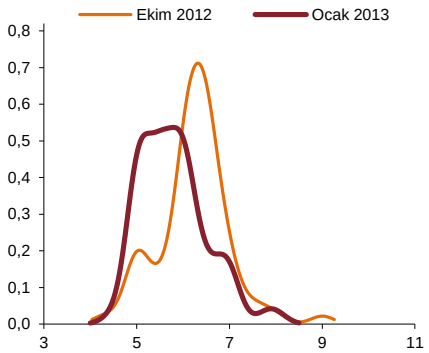
*TCMB Beklenti Anketi'nde çeşitli vadelerde oluşan enflasyon beklentileri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemiyle oluşturulmuştur. 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir.
Kaynak: TCMB.

Bu dönemde, katılımcıların hem gelecek 12 hem de gelecek 24 aylık enflasyon beklentileri arasındaki uyumun Ekim ayına kıyasla azaldığı gözlenmiştir (Grafik 3.2.3 ve Grafik 3.2.4).

Grafik 3.2.3.
Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı*



Grafik 3.2.4.
Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı*



* Yatay eksen enflasyon değerlerini, dikey eksen Kernel tahminini ifade etmektedir. TCMB Beklenti Anketi verileri olup, 2013 yılı öncesi için ikinci anket dönemi beklentileridir. Kaynak: TCMB.

Kutu 3.1 Tütün Ürünlerinde Vergilendirme Yönteminde Son Değişiklikler ve ÖTV Artışlarının Fiyatlara Etkisi

Tütün ürünlerinden alınan dolaylı vergilerin hesaplama yöntemi 2012 yılında yapılan düzenleme çerçevesinde değiştirilmiştir. Bu kutuda 2012 yılında Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) Kanunu'nda yapılan söz konusu değişiklik ile birlikte tütün ürünlerindeki yeni ÖTV uygulamasının fiyatlar üzerindeki etkisi incelenmektedir.

ÖTV'ye tabi ürünlerdeki genel uygulamadan farklı olarak tütün ürünlerinde ÖTV hesaplamasında kullanılacak matrah, ürünün nihai tüketicilere perakende satış fiyatıdır. Dolayısıyla, bu yöntemle, hesaplanan ÖTV'den KDV alınmasının yanında, KDV nihai tüketici fiyatına dahil olduğundan hesaplanan KDV tutarından da ÖTV alınmasıyla karmaşık bir vergilendirme şeması ortaya çıkmaktadır[1].

Tütün ürünlerinde paket başına tahsil edilecek ÖTV tutarı, yapılan düzenlemeden önce, belirlenen *asgari maktu ÖTV* miktarından az olmamak üzere, nihai satış fiyatı üzerinden hesaplanan *nispi ÖTV* tutarı olarak hesaplanmaktaydı. ÖTV Kanunu'nda yapılan değişiklik ile birlikte, mevcut uygulamaya ek olarak tütün ürünlerinden ayrıca *maktu ÖTV* alınmasına da olanak sağlanmıştır[2].

Bu yeni ÖTV hesaplama yöntemiyle nihai satış fiyatı; üretici fiyatı, bayi-dağıtıcı (perakendeci-toptancı) geliri, nispi ve maktu ÖTV ile KDV tutarlarının toplamından oluşmaktadır. Matematiksel gösterim ile bu ilişki şu şekilde ifade edilebilir:

Nihai Satış Fiyatı (NSF):	Y
Üreticinin Fiyatı:	X
Bayi/Dağıtıcı Geliri:	$Y * p$
Nispi ÖTV Tutarı:	$Y * \ddot{o}tv$
Paket Başına Maktu ÖTV Tutarı:	M
Toplam ÖTV Tutarı:	$(Y * \ddot{o}tv) + M$
KDV Tutarı:	$[X + (Y * p) + (Y * \ddot{o}tv) + M] * kdv$
$NSF = \text{Üretici fiyatı} + \text{Bayi/Dağıtıcı Geliri} + \text{ÖTV Tutarı} + \text{KDV Tutarı}$	
$Y = X + (Y * p) + [(Y * \ddot{o}tv) + M] + [X + (Y * p) + (Y * \ddot{o}tv) + M] * kdv$	

[1] Bu konu ile ilgili değerlendirmeler Enflasyon Raporu 2011-IV, Kutu 3.1'de sunulmuştur.
[2] 31.05.2012 tarihinde kabul edilen 6322 sayılı "Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" çerçevesinde ÖTV Kanunu'nda değişiklik yapılmıştır. ÖTV Kanunu'nun 11. maddesinin 5. fıkrası "…(B) cetvelindeki mallar (tütün ürünleri) için maktu vergi ile birlikte, asgari maktu vergi tutarına göre hesaplanacak vergi tutarından az olmamak üzere nispi vergi uygulanır" şeklinde değiştirilmiştir.

Yukarıda verilen eşitlikten nihai satış fiyatı (*Y*); üretici fiyatı (*X*), nispi ÖTV oranı (*ötv*), maktu ÖTV miktarı (*M*), KDV oranı (*kdv*) ve bayi-dağıtıcı payının (*p*) bir fonksiyonu olarak şu şekilde yazılabilir[3]:

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

Görüldüğü üzere, nihai satış fiyatı (*Y*); KDV oranı (*kdv*), nispi ÖTV oranı (*ötv*), üretici fiyatı (*X*), bayi-dağıtıcı payı (*p*) ve maktu ÖTV (*M*) ile pozitif ilişkilidir. Fonksiyonun yapısı itibarıyla, nihai satış fiyatının üretici fiyatı ve maktu ÖTV ile ilişkisi doğrusaldır ve bu parametrelerdeki bir birimlik değişim, diğer parametreler aynı kaldığında, tütün ürünleri fiyatlarını sabit bir oranda artırmaktadır. Ancak, nihai satış fiyatı ile KDV oranı, ÖTV oranı ve bayi-dağıtıcı payı arasındaki ilişki doğrusal değildir. Bu üç parametredeki değişimin nihai fiyatlar üzerindeki etkisi parametrelerin mevcut seviyesine bağlıdır ve bu seviye yükseldikçe bir birimlik artışın nihai fiyatlara yansıması daha yüksek olmaktadır[4].

Son ÖTV Ayarlamalarının Fiyatlara Etkisi

ÖTV Kanunu'nda yapılan değişiklik sonrasında ilk düzenlemede 1 Ocak 2013 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile nispi ÖTV oranı yüzde 65'ten yüzde 65,25'e, paket başına asgari maktu ÖTV 3,15 TL'ye yükseltilirken paket başına maktu ÖTV tutarı 0,09 TL olarak belirlenmiştir. Bu değişikliğin tütün fiyatları üzerindeki etkisine bakıldığında, KDV oranı, üretici fiyatı ve bayi-dağıtıcı payı sabit kaldığı varsayımı altında, yukarıdaki eşitlik çerçevesinde ÖTV değişikliklerinin TÜFE'deki ortalama sigara fiyatını yüzde 13,7 artıracağı hesaplanmaktadır. Nitekim, Ocak ayında açıklanan veriler, ortalama sigara fiyatının yaklaşık yüzde 15 oranında arttığına işaret etmektedir. Üretici firmaların fiyatlama tercihleri nihai ürün satış fiyatını belirlediğinden hesaplanan ile gerçekleşen artış oranları sınırlı da olsa farklılaşabilmektedir.

Sonuç olarak, tütün ürünlerinde nispi ÖTV oranlarının yüksek seviyede bulunması ve bayi-dağıtım payının nihai tüketici fiyatı üzerinden oransal olarak belirlenmesi nedeniyle sadece nispi oranlardaki vergi ayarlamaları yüksek oranlı fiyat değişimlerine sebep olabilmektedir. Dolayısıyla yeni maktu ÖTV uygulaması, bu çerçevede işleyişi ve fiyatlara yansıması bakımından vergilendirme sistemini daha anlaşılır, tahmin edilebilir ve esnek bir yapıya kavuşturmaktadır.

[3] Enflasyon Raporu 2011-IV, Kutu 3.1'de sunulan analize ek olarak ÖTV hesaplamasında yeni eklenen maktu tutar ve sektör yetkililerinden alınan bilgiler dahilinde nihai satış fiyatının belirli bir yüzdesi olarak hesaplanan bayi-dağıtıcı geliri de fiyatlama yapısına dahil edilmiştir. Yapılan hesaplamalarda bu bayi-dağıtıcı payının yüzde 7 olduğu varsayılmıştır.
[4] Bu noktaya ilişkin detaylı bir analiz Atuk, Çebi ve Özmen (2011)'de sunulmuştur.

Kaynakça:

Atuk, O., Çebi, C. ve Özmen, M. U. (2011), "Tütün Ürünlerinde Özel Tüketim Vergisi Uygulaması", TCMB Ekonomi Notları No. 11/16.

4. Arz ve Talep Gelişmeleri

2012 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verilerine göre iktisadi faaliyet Ekim Enflasyon Raporunda ortaya konulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu biçimde dönemlik bazda yataya yakın bir seyir izlemiştir. Bu dönemde özel kesim yatırımlarındaki daralmanın sürmesinin etkisiyle yurt içi talep zayıf seyrini korurken, net ihracat büyümenin temel sürükleyicisi olmaya devam etmiş, böylece talep kompozisyonundaki dengelenme sürmüştür.

Dördüncü çeyreğe ilişkin veriler iktisadi faaliyetin toparlanma eğilimine girdiğini göstermektedir. Nitekim Ekim ve Kasım aylarında tüketim malı üretim ve ithalatındaki artış, tüketici güveninde son dönemdeki belirgin iyileşmeyle beraber özel tüketim talebinde ılımlı artış eğilimine işaret etmektedir. Ayrıca, gerek yatırım malları üretim ve ithalatındaki artış, gerekse yatırım eğilimine dair anket bazlı göstergelerdeki iyileşme, nihai yurt içi talepte son dönemdeki zayıf seyrin önemli bir belirleyicisi olan yatırım talebinde toparlanmanın başladığına dair sinyaller içermektedir. Dördüncü çeyrekte kredilerde gözlenen ivmelenme de nihai yurt içi talepteki canlanma görünümünü destekleyen bir diğer unsurdur. Net dış talebin ise önceki çeyreklerde olduğu gibi dördüncü çeyrekte de büyümeye pozitif katkıda bulunması öngörülmektedir.

Yakın dönem göstergeleri iktisadi faaliyetteki artış eğiliminin dördüncü çeyreğin ardından 2013 yılının ilk çeyreğinde belirginleşerek süreceğine işaret etmektedir. Gerek tüketici kredilerinde gerekse ticari kredilerde yakın dönemde ivmelenme gözlenmektedir. Buna ek olarak, son çeyrekte tüketici ve yatırımcı güveninde ikinci çeyrekte başlayan bozulma eğilimi sona ermiş ve yerini iyileşme eğilimine bırakmıştır. Bu göstergelerle birlikte, imalat sanayi firmalarının geleceğe ilişkin sipariş beklentilerinin yüksek seviyelerdeki seyri de önümüzdeki dönemde özel kesim talebinin artış eğilimini koruyacağı öngörüsünü desteklemektedir. Diğer taraftan, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin henüz ortadan kalkmamış olmasına karşın, küresel ekonomiye dair göstergeler önceki dönemlere kıyasla sınırlı oranda daha olumlu bir görünümü ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda, önümüzdeki dönemde, ürün ve pazar çeşitlenmesi ve dengelenme yönünde uygulanan politikaların etkisiyle ihracatın sergilediği olumlu performansın sürebileceği düşünülmektedir. Böylelikle, kısa vadede toplam talep koşulları enflasyondaki düşüşü desteklerken, cari işlemler açığının da istikrarlı bir seyir izleyeceği düşünülmektedir.

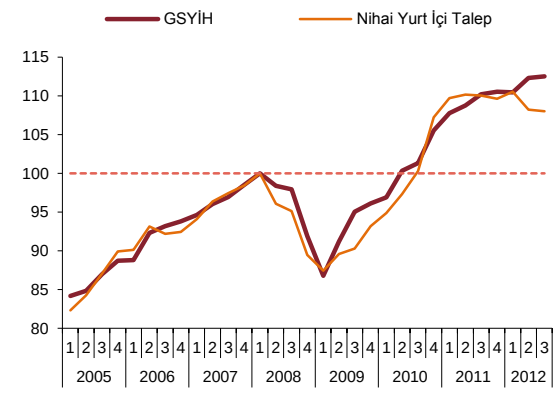
Önümüzdeki dönemde yurt içi talebi etkileyen gelir, finansman ve beklentiler kanallarının toparlanmayı destekleyici yönde hareket edecekleri ve ekonomideki büyümenin kademeli olarak hızlanacağı tahmin edilmektedir. Destekleyici para politikasının etkilerinin belirginleşmesi, ekonomideki dengelenme sürecinin sonucu olarak cari dengedeki düzelmenin risk algılamalarını olumlu etkilemesi ve istihdamdaki artışın özel kesim talebini desteklemesi beklenmektedir. Diğer yandan, küresel belirsizliklerin azalmakla birlikte sürmesi özellikle güven kanalından yatırım talebine ilişkin aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

4.1. Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Gelişmeleri ve İç Talep

TÜİK tarafından açıklanan milli gelir verilerine göre GSYİH 2012 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,6 oranında artış kaydetmiştir. Bu dönemde, toplam nihai yurt içi talepteki azalış ihracattaki artış ile birlikte değerlendirildiğinde ekonomideki dengelenme sürecinin devam ettiği görülmektedir. Böylece, net ihracat yıllık büyümenin sürükleyicisi olmaya devam etmiştir.

Mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, GSYİH'nin yılın üçüncü çeyreğinde dönemlik bazda yüzde 0,2 oranında arttığı görülmektedir. Net ihracat üçüncü çeyrekte de dönemlik büyümeye pozitif katkı yapmıştır. Bu dönemde özel tüketim ve kamu yatırımları dönemlik büyümeye pozitif katkı sağlarken, özel kesim yatırımlarında ikinci çeyrekte görülen gerilemenin üçüncü çeyrekte de devam etmesi sonucunda yurt içi talep sınırlı oranda gerilemiştir (Grafik 4.1.1).

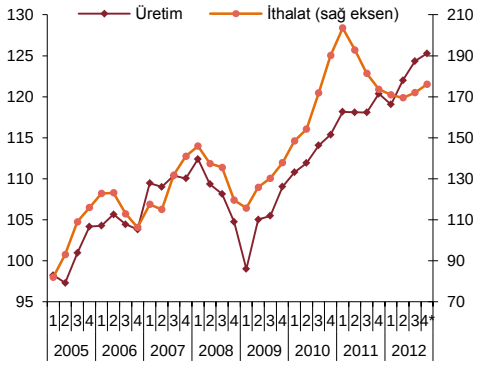
Grafik 4.1.1.
GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008 Ç1=100)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

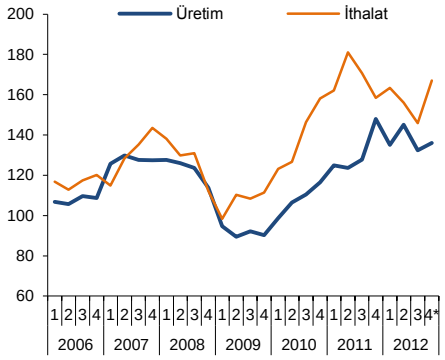
Son dönemde açıklanan veriler, nihai yurt içi talepte ılımlı bir artışa işaret etmektedir. Nitekim, talebe ilişkin göstergelerden tüketim ve yatırım mallarının üretim ve ithalatları Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyreğe göre artış göstermiştir (Grafik 4.1.2 ve Grafik 4.1.3). İktisadi Yönelim Anketi (İYA) göstergelerinden kayıtlı siparişlerin normale göre seviyesi sorusu da iç talepte toparlanmaya işaret etmektedir (Grafik 4.1.4). Özetle, son çeyrekte nihai yurt içi talepte ılımlı bir artış beklenmektedir (Grafik 4.1.5). Öte yandan, Aralık ayına ilişkin öncü ithalat verileri ışığında son çeyrekteki toparlanma öngörüsü üzerinde aşağı yönlü riskler bulunduğu not edilmelidir.

Grafik 4.1.2.
Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



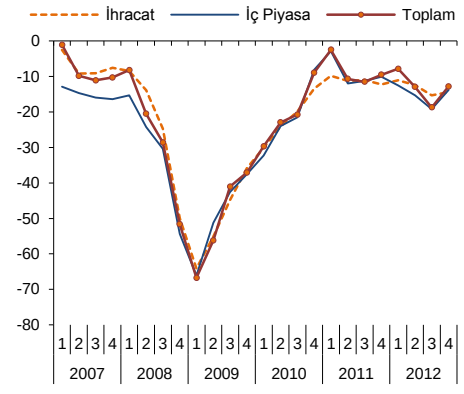
* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.1.3.
Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri
(Taşımacılık Araçları Hariç, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



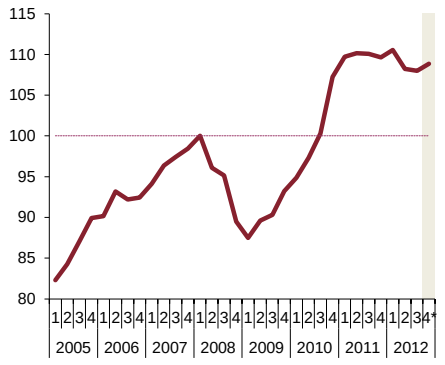
* Ekim-Kasım dönemini kapsamaktadır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.1.4.
Şu Anda Kayıtlı Siparişler
(Normal Üstü-Normal Altı, Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 4.1.5.
Nihai Yurt İçi Talep
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008 Ç1=100)

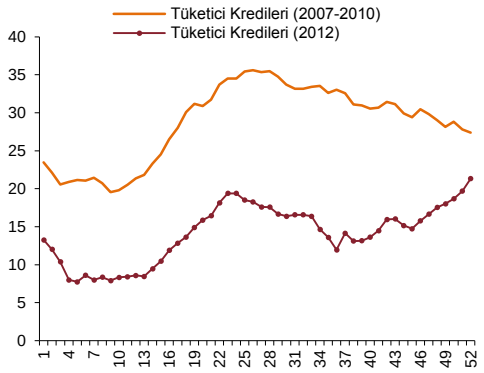


* Tahmin
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Yurt içi talepte son dönemde gözlenen toparlanmanın destekleyici para politikasının gecikmeli etkilerinin belirginleşmesiyle önümüzdeki dönemde de

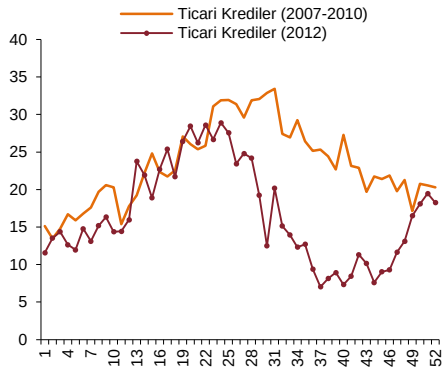
devam etmesi beklenmektedir. Nitekim, gerek tüketici gerekse ticari kredilerin artış hızında yakın dönemde artış görülmektedir (Grafik 4.1.6 ve Grafik 4.1.7). Öte yandan, küresel ekonomik belirsizliklerin azalmakla birlikte devam etmesi toparlanmayı sınırlayabilecek bir unsur olarak önemini korumaktadır. Nitekim, tüketici ve yatırımcı güveninde Mayıs-Haziran dönemi sonrası gözlenen kötüleşme kesintiye uğrasa da güven endekslerinin halen zayıf seyrettiği görülmektedir (Grafik 4.1.8 ve Grafik 4.1.9).

Grafik 4.1.6.
Tüketici Kredileri Değişim Oranı*
(13 Haftalık Hareketli Ortalama, Yıllıklandırılmış, Yüzde)



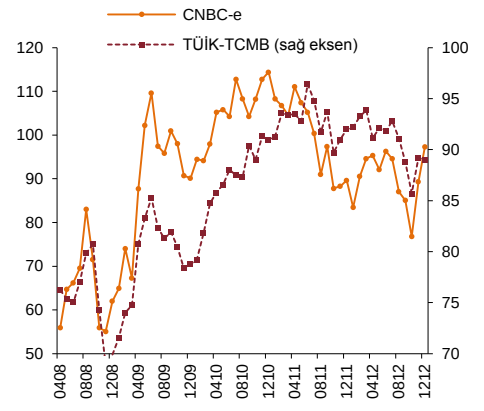
*Yatay eksende haftalar gösterilmektedir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 4.1.7.
Ticari Krediler Değişim Oranı*
(13 Haftalık Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllıklandırılmış, Yüzde)



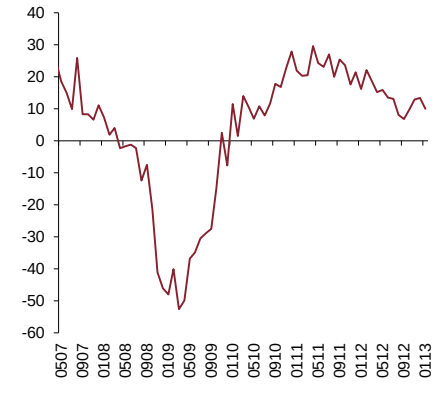
*Yatay eksende haftalar gösterilmektedir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 4.1.8.
CNBC-e ve TÜİK-TCMB Tüketici Güven Endeksleri



Kaynak: CNBC-e, TÜİK, TCMB.

Grafik 4.1.9.
İYA Yatırım Beklentisi
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TCMB.

İmalat sanayi firmalarının gelecek üç ay iç piyasa sipariş beklentileri son dönemde yataya yakın bir seyir izlese de yüksek seviyelerde seyretmektedir (Grafik 4.1.10). Öncü göstergeler endeksinin artış eğilimini devam ettirerek 100

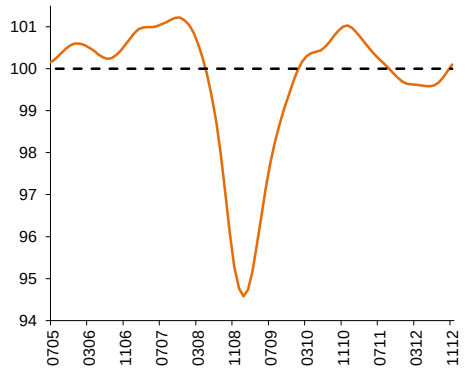
seviyesinin üzerine çıkması gelecek dönem üretim faaliyeti açısından olumlu sinyaller içermektedir (Grafik 4.1.11).

Grafik 4.1.10.
Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri
(Artacak-Azalacak, Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 4.1.11.
Öncü Göstergeler Endeksi*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



* Yöntem için bkz. TCMB Ekonomi Notları Sayı:12/02.
Kaynak: TCMB.

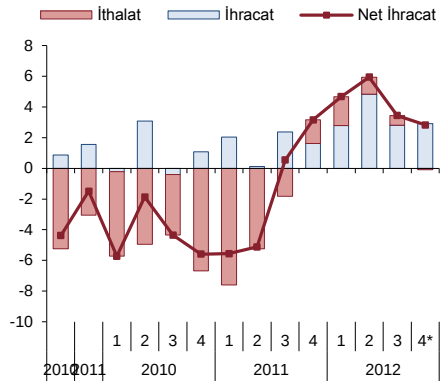
Özetle, yakın dönemde kredilerde görece güçlü artış, kredi faizlerinde düşüş, firmaların yatırım ve sipariş beklentilerinde iyileşme ve öncü göstergeler endeksinde artış gözlenmektedir. Sonuç olarak, destekleyici para politikasının gecikmeli etkilerinin de katkısıyla önümüzdeki dönemde yurt içi talebin toparlanmaya devam edeceği ve büyümeye verdiği katkının artacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, küresel ekonomiye dair sorunların devam ediyor olması, güven kanalından yurt içi talep üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaya devam etmektedir. Öte yandan, nihai yurt içi talebin 2012 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla 2011 yılı ilk çeyreğinin de altında seyrettiği dikkate alındığında toparlanma üzerinde yukarı yönlü risklerin de olduğu düşünülmektedir.

4.2. Dış Talep

2012 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri talep bileşenlerindeki dengelenmenin sürdüğüne işaret etmektedir. Bu dönemde mal ve hizmet ihracatı yıllık bazda yüzde 11,9 oranında artarken, mal ve hizmet ithalatı yüzde 2,4 oranında gerilemiştir. Böylece, net ihracat önceki üç çeyrekte olduğu gibi, bu çeyrekte de yıllık büyümeye en yüksek katkı yapan harcama bileşeni olmuştur (Grafik 4.2.1). Dönemlik bazda değerlendirildiğinde, üçüncü çeyrekte mevsimsellikten arındırılmış verilerle mal ve hizmet ihracatının artış hızı önceki

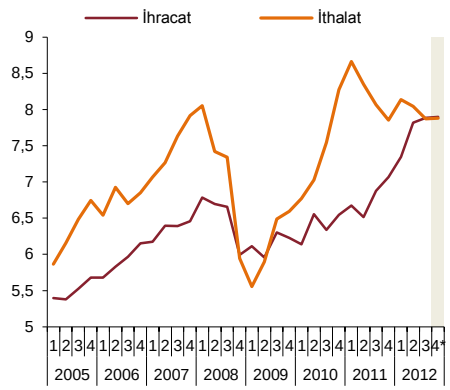
dönemlere göre belirgin şekilde azalırken, mal ve hizmet ithalatındaki gerileme eğilimi devam etmiştir (Grafik 4.2.2).

Grafik 4.2.1.
Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı
(Yüzde Puan)



* Tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.2.2.
Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 1998 Sabit Fiyatlarıyla Milyar TL)

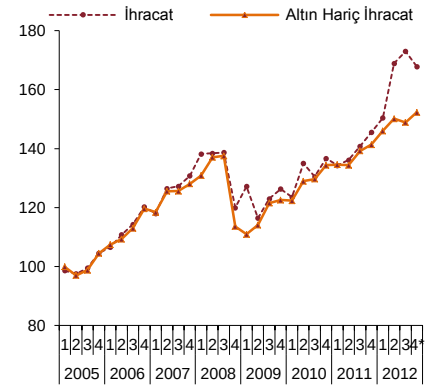


* Tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

2012 yılı son çeyreğine ilişkin veriler değerlendirildiğinde son dönemde ihracat miktar endeksinde gözlemlenen hızlı artış eğiliminin Ekim-Kasım döneminde yerini düşüşe bıraktığı dikkat çekmektedir. Bu düşüş altın ihracatındaki yavaşlamadan kaynaklanmaktadır. Nitekim, altın ihracatı dışlanarak oluşturulan çekirdek endeks, genel endeksin aksine anılan dönemde artış kaydetmiştir (Grafik 4.2.3). Bu durum, ihracatın ana eğiliminde son çeyrekte tekrar bir toparlanma olduğunu göstermektedir.

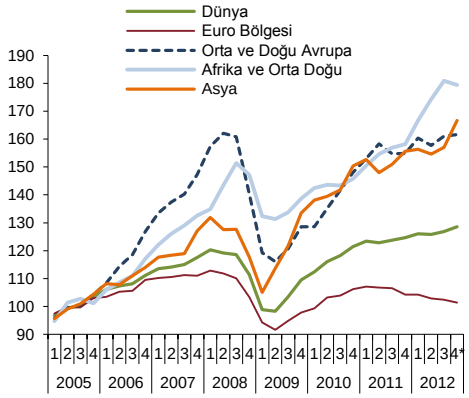
Küresel eğilimlere bakıldığında, dünya geneli ithalat talebinin Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyreğe kıyasla ılımlı bir artış kaydettiği görülmektedir. Bu artışın kaynağı incelendiğinde, Asya'nın artan ithalat talebi dikkat çekmektedir. Ayrıca, Orta ve Doğu Avrupa Bölgesi ithalat talebinde sınırlı da olsa bir artış göze çarpmaktadır. Öte yandan, son dönemde ihracatımız içerisindeki payı giderek yükselen Afrika ve Orta Doğu ülkelerinin ithalat talebindeki güçlü artış eğiliminin durakladığı gözlenmektedir. İhracatımızda önemli paya sahip olan ana ticaret ortağımız Euro Bölgesi ithalat talebinin zayıf seyri ise ihracatımız açısından önemli bir risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir (Grafik 4.2.4, Kutu 4.1). Bu gelişmeler ışığında, dış talep koşullarında ek bir kötüleşmenin olmadığı vurgulanmalıdır. Bu durum ihracat miktar endekslerinin seyri ile birlikte değerlendirildiğinde, yılın son çeyreğinde mal ve hizmet ihracatının yataya yakın bir seyir izlediği tahmin edilmektedir (Grafik 4.2.2).

Grafik 4.2.3.
İhracat Miktar Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



* Ekim-Kasım ortalaması.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

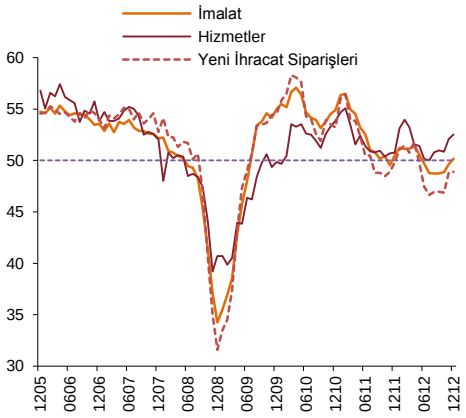
Grafik 4.2.4.
Dünya ve Bölge İthalatları
(Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



*Ekim-Kasım ortalaması.
Kaynak: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

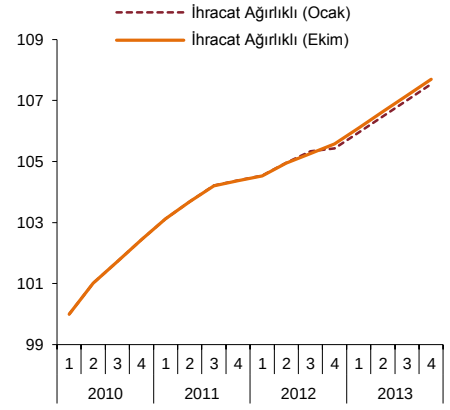
PMI göstergeleri iktisadi faaliyetin küresel düzeyde toparlanacağına dair sinyaller içermektedir. Nitekim, küresel PMI imalat endeksi Aralık ayında altı aylık aranın ardından 50 düzeyinin üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, hizmetler endeksi artış eğilimini son çeyrek genelinde sürdürerek hizmetler üretiminde bir hızlanmaya işaret etmektedir. Öte yandan, küresel yeni ihracat siparişleri endeksi üçüncü çeyreğin üzerinde gerçekleşmesine karşın seviye olarak 50'nin altında kalmıştır (Grafik 4.2.5). Orta vadeli göstergelerden ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi bir önceki Enflasyon Raporu dönemine göre sınırlı da olsa gerilemesine rağmen dış pazar büyümesinin 2013 yılında bir önceki yıla kıyasla bir miktar hızlanacağına işaret etmektedir (Grafik 4.2.6).

Grafik 4.2.5.
Küresel PMI Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: Markit.

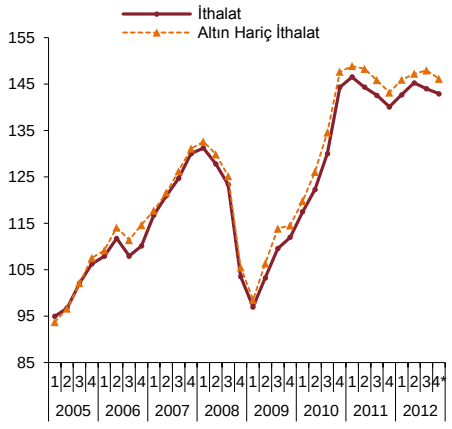
Grafik 4.2.6.
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2010 Ç1=100)



Kaynak: Bloomberg, TCMB hesaplamaları.

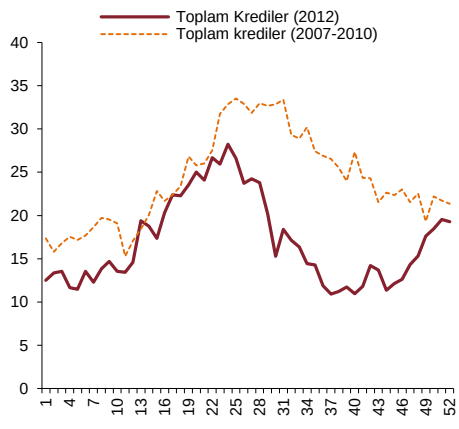
Ekim-Kasım döneminde ithalat miktar endeksi bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı da olsa bir artış göstermiştir. Ancak, yakın dönem göstergeleri ithalat miktar endeksinin Aralık ayında düşüş gösterdiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, mal ithalatının son çeyrek genelinde zayıf bir seyir izlediği tahmin edilmektedir. Benzer şekilde, ithalatın ana eğilimine ilişkin göstergelerden altın hariç ithalatın da bir önceki çeyreğe göre gerilediği düşünülmektedir (Grafik 4.2.7). Bu doğrultuda, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) altında yer alan mal ve hizmet ithalatının son çeyrekte yataya yakın bir seyir izlediği öngörülmektedir (Grafik 4.2.2). Öte taraftan, Merkez Bankasının yıl ortasından itibaren uyguladığı destekleyici likidite politikasının ve risk iştahındaki göreli iyileşmenin etkisiyle son dönemde güven endekslerinde ve kredi büyümesinde kayda değer bir artış gözlenmiştir. Nitekim, 2012 yılında yavaş bir büyüme eğilimi gösteren toplam krediler yılın son haftalarında özellikle ticari krediler kaynaklı olmak üzere hızlanarak 2007-2010 ortalamasına yaklaşmıştır (Grafik 4.2.8). Bu gelişmeler ışığında, önümüzdeki dönemde iç talebin büyümeye daha fazla katkı yapacağı, dolayısıyla ithalat talebinde bir canlanma yaşanabileceği öngörülmektedir.

Grafik 4.2.7.
İthalat Miktar Endeksleri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



* Aralık için tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

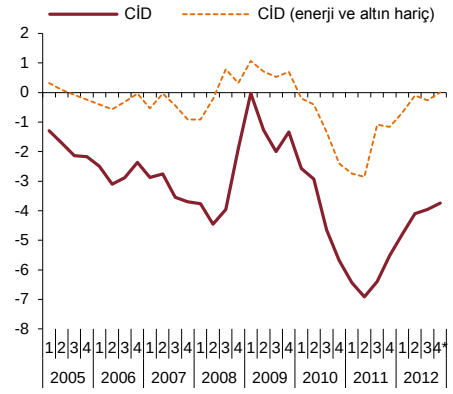
Grafik 4.2.8.
Toplam Krediler*
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



* Toplam bankacılık sektörü (katılım bankaları dahil, kredi kartları dahil, TGA hariç).
Kaynak: TCMB.

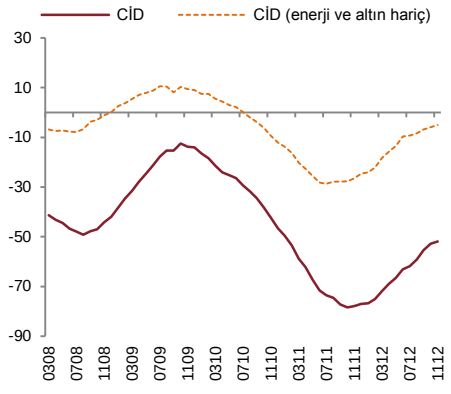
Son olarak, cari açıktaki gerileme son dönemde yavaşlayarak da olsa devam etmektedir (Grafik 4.2.9). Bu çerçevede, 12 aylık birikimli verilerle gerek cari açıktaki gerekse ana eğilime ilişkin olarak takip edilen enerji ve altın hariç cari açık göstergesindeki iyileşme Kasım ayı itibarıyla sürmektedir (Grafik 4.2.10, Kutu 4.2). Cari açığın arzulanan boyutlara ulaşması için krediler ve iç talep büyümesinin yakından takip edilmesi gerekmektedir.

Grafik 4.2.9.
Cari İşlemler Dengesi (CİD)
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 3 Aylık Hareketli Ortalama, Milyar ABD Doları)



* Ekim-Kasım ortalaması.
Kaynak: TÜİK,TCMB.

Grafik 4.2.10.
Cari İşlemler Dengesi (CİD)
(12-Aylık Birikimli, Milyar ABD Doları)

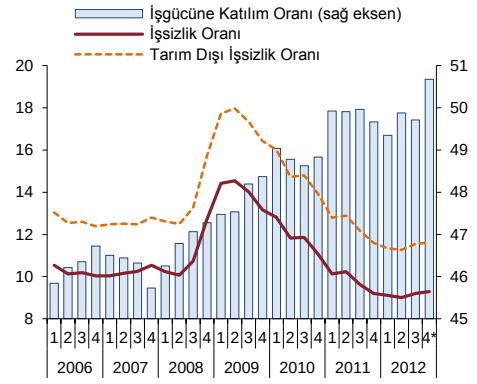


Kaynak: TÜİK,TCMB.

4.3. Emek Piyasası

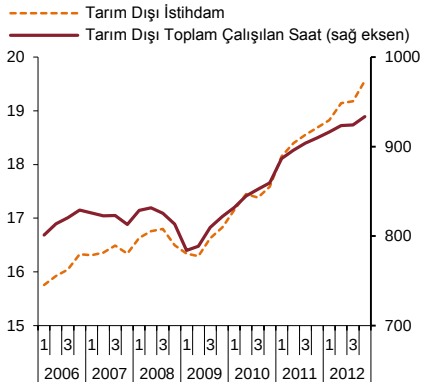
2012 yılının üçüncü çeyreğinde işsizlik oranları tarım dışı istihdamdaki yavaşlamanın etkisiyle artış göstermiştir. Eylül-Ekim döneminde ise, istihdamın kayda değer bir oranda yükselmesine karşın işgücü arzındaki güçlü artış neticesinde işsizlik oranları sınırlı bir miktar yükselmiştir (Grafik 4.3.1 ve Grafik 4.3.2). Diğer taraftan, 2012 yılının ilk on aylık döneminde, tarım dışı istihdam iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle 2011 yılına kıyasla bir miktar hız keserek artmaya devam etmiştir. Ancak, bu dönemde ortalama çalışılan saat gerilediği için, işgücüne olan talep tarım dışı istihdam artışının ima ettiğinden daha zayıf olmuştur. Nitekim Ekim döneminde, 2011 son çeyreğine göre tarım dışı istihdam artışı yüzde 4,8 olurken, toplam çalışılan saatteki artış yüzde 2,6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 4.3.2).

Grafik 4.3.1.
İşsizlik Oranları
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)



* Ekim dönemi.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

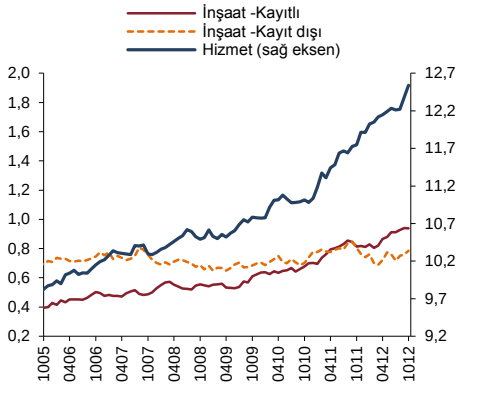
Grafik 4.3.2.
Tarım Dışı İstihdam (Milyon Kişi) ve Toplam Çalışılan Saat (Bin Saat) (Mevsimsellikten Arındırılmış)



* Ekim dönemi.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

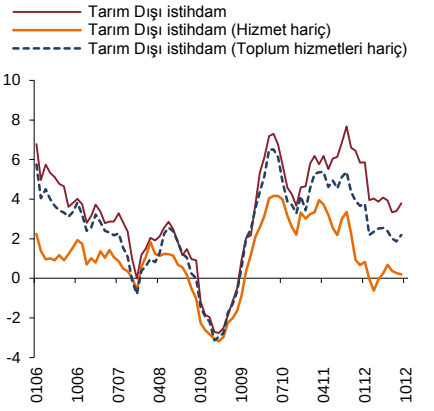
2012 yılının üçüncü çeyreği ve Eylül-Ekim döneminde tarım dışı istihdam artışı daha çok hizmet sektöründen kaynaklanmıştır. Hizmet sektörü içerisinde en yüksek katkı ise bu sektörün yaklaşık yüzde 35'ini oluşturan toplum hizmetlerinden gelmiştir. Kamu yönetimi, eğitim ve sağlık hizmetlerini ihtiva eden toplum hizmetleri kalemi 2011 yılından bu yana tarım dışı istihdam artışına önemli katkı sağlamıştır. Ekim dönemi itibarıyla tarım dışı istihdamdaki yıllık artış yüzde 5,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran toplum hizmetleri hariç tutulduğunda yüzde 3,6, hizmet sektörü hariç bakıldığında ise yüzde 1,1 gibi düşük bir seviyeye gerilemektedir(Grafik 4.3.4-Grafik 4.3.4).

Grafik 4.3.3.
Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyon Kişi)



Kaynak: TÜİK HİA, TCMB.

Grafik 4.3.4.
Tarım Dışı İstihdam
(Yıllık Yüzde Değişim)

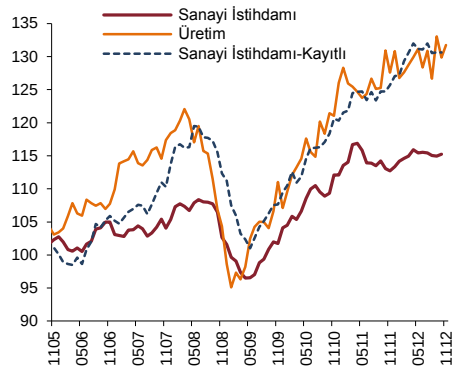


Kaynak: TÜİK HİA, TCMB.

İnşaat sektöründe 2012 yılının ikinci çeyreğinde başlayan canlanma son dönemde de devam etmektedir (Grafik 4.3.3). Diğer taraftan, sanayi istihdamında 2012 yılı ilk çeyreğinden itibaren devam eden durağan seyir

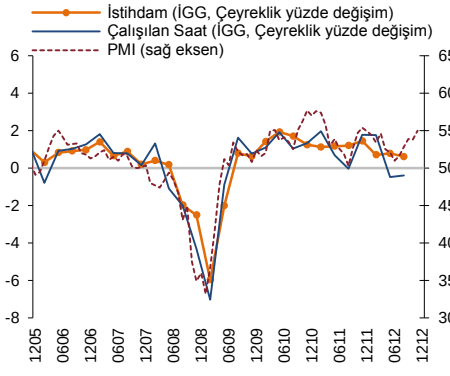
sürmektedir (Grafik 4.3.5). Kayıtlı sanayi istihdamı üretim gelişmeleriyle uyumlu hareket ederek 2011 yılına göre artış kaydetse de, kayıt dışı istihdamdaki eşzamanlı azalmayla tutarlı bir biçimde, toplam sanayi istihdamı 2012 yılı Ekim dönemi itibarıyla 2011 yılı ilk çeyreğine yakın bir seviyede bulunmaktadır (Grafik 4.3.5).

Grafik 4.3.5.
Sanayi İstihdamı ve Üretimi
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005 = 100)



Kaynak: TÜİK HİA, TCMB.

Grafik 4.3.6.
İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi
(Mevsimsellikten Arındırılmış)

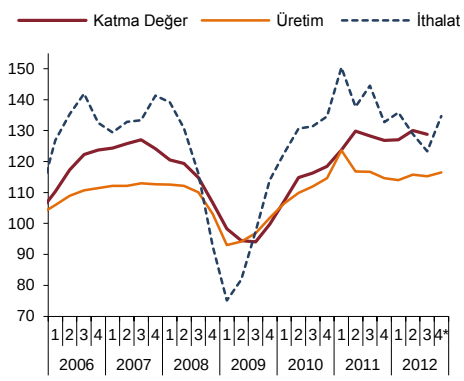


Kaynak: TÜİK Kısa Dönem İş İstatistikleri, TCMB, Markit.

Yılın son çeyreğine ilişkin göstergeler istihdam koşullarının üçüncü çeyreğe göre daha olumlu olduğu yönünde sinyal vermektedir. Sanayi üretimi yılın ikinci çeyreğinden itibaren dalgalı bir seyir izlemekte ve net bir eğilim sergilememektedir. Ancak, yılın son çeyreğinde sanayi üretiminde ılımlı bir artış öngörülmektedir. Bunun yanı sıra, imalat sanayi istihdamı için gösterge niteliğinde olan PMI istihdam değeri yılın son çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre artmıştır (Grafik 4.3.7). Benzer şekilde, inşaat sektörüne ara malı sağlayan metalik olmayan mineral ürünler sektörünün son çeyreğe ilişkin üretim ve ithalat gerçekleşmeleri inşaat faaliyetinde iyileşmeye işaret etmektedir. Mineral ürün imalatı son çeyrekte sınırlı bir oranda artarken, ithalatında belirgin bir artış gözlenmektedir.

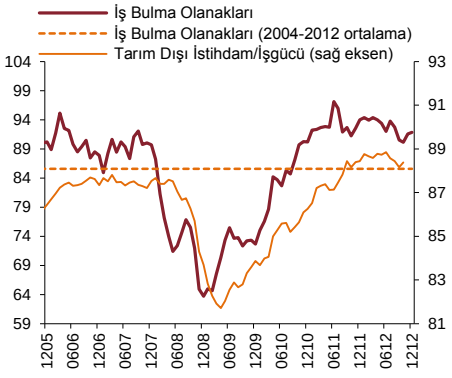
Sanayi ve inşaat sektörlerine ilişkin üretim gelişmeleri ile firma beklentilerini yansıtan PMI istihdam değeri son çeyrek için iyileşmeye işaret ederken, TÜİK-TCMB Tüketici Eğilim Anketi göstergeleri arasında yer alan ve hane halkının işgücü piyasasına ilişkin beklentilerini gösteren İş Bulma Olanakları Endeksi yılın son çeyreğinde önceki dönemlere göre bir miktar gerilemiştir (Grafik 4.3.8). Ancak, bu göstergedeki azalma eğiliminin Kasım-Aralık döneminde kırılması ve seviye olarak henüz uzun dönem ortalamalarının üzerinde seyretmesi, ileriye yönelik istihdam koşullarında iyileşme beklentisini desteklemektedir.

Grafik 4.3.7.
Metalik Olmayan Mineral Ürün Üretimi, İthalatı ve İnşaat Katma Değeri
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005 = 100)



* Ekim-Kasım dönemi itibarıyla gösterilmektedir.
Kaynak: TÜİK HİA, TCMB.

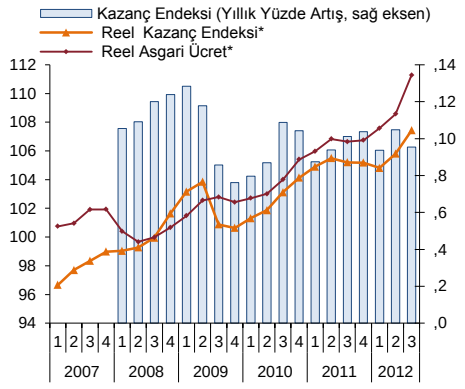
Grafik 4.3.8.
İş Bulma Olanakları Endeksi (Gelecek 6 Ay) ve Tarım Dışı Sektörde İstihdamın İşgücüne Oranı
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



Kaynak: TÜİK, TCMB Tüketici Eğilim Anketi.

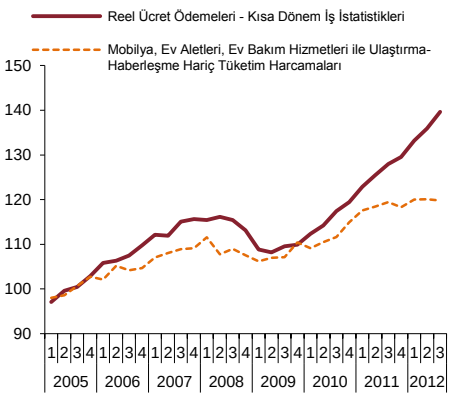
Emek piyasası gelişmeleri iç talep açısından değerlendirildiğinde, 2012 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla çalışan saat artış hızındaki yavaşlamanın özel tüketim harcamalarını kısıtlarken, saatlik kazançtaki artışın destek verdiği gözlenmektedir (Grafik 4.3.2, Grafik 4.3.9). Asgari ücretteki artış paralelinde, İşgücü Maliyeti Endeksleri kapsamında yayımlanan tarım dışı sektörde Saatlik Kazanç Endeksi 2012 yılının üçüncü çeyreğinde reel olarak artmaya devam etmiştir (Grafik 4.3.9). Bu çerçevede, reel ücret ödemeleri artarken özel tüketim harcamalarında 2012 yılı genelinde ve yılın üçüncü çeyreğinde belirgin bir artış gözlenmemektedir (Grafik 4.3.10).

Grafik 4.3.9.
Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008=100)



*Reelleştirilirken üç çeyreklik TÜFE ortalaması kullanılmıştır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 4.3.10.
Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri*
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)

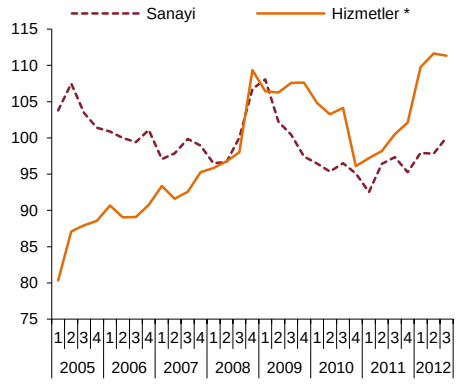


*Sanayi, İnşaat, Ticaret, Konaklama-Yiyecek Hizmet Faaliyetleri ve Ulaştırma-Depolama sektörlerindeki toplam ücret ödemelerinin ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ücret ödemeleri reelleştirilirken TÜFE kullanılmıştır.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Ücret gelişmeleri maliyet unsuru olarak incelendiğinde, 2012 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık bazda, saatlik ücret artarken verimliliğin yatay seyrettiği veya gerilediği, buna bağlı olarak reel birim ücretlerin sanayi ve hizmet sektörlerinde arttığı gözlenmektedir (Grafik 4.3.11). Bununla birlikte, hizmet sektörüne ilişkin reel birim ücrette 2011 yılından itibaren süregelen artış eğilimi, cirodaki artışın etkisiyle yılın üçüncü çeyreğinde kesintiye uğramıştır (Grafik 4.3.11). 2012 yılında sanayi sektöründeki reel birim ücret artışı büyük ölçüde saatlik ücretteki artıştan kaynaklanmaktadır. Hizmet sektöründe ise ücret artışlarının yanı sıra, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle ortaya çıkan ciro düşüşleri de etkili olmuştur. Reel birim ücretlerdeki artış bu sektörlerde fiyatlar üzerindeki ücret baskısının ağırlık kazandığını ima etmektedir. Ancak, reel birim ücret artışının kısmen iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan kaynaklanması artan işgücü maliyetinin fiyatlara yansıtılma olasılığını sınırlamaktadır.

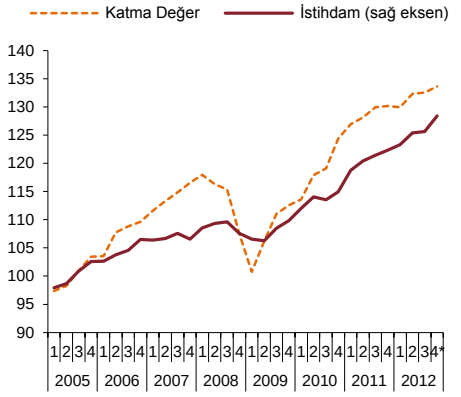
Yakın zamanda açıklanan 2013 yılı için geçerli olacak asgari ücret tutarları, tahmin edilen enflasyon esas alındığında, ücretlerde reel olarak artışa işaret etmektedir. Yeni düzenlemeye göre, 16 yaşını dolduranlar için brüt aylık asgari ücret, 2013 yılının ilk dönemi için 978,6 TL, ikinci dönemi için 1021,5 TL olarak belirlenmiştir. Söz konusu tutarlar, nominal ve reel olarak sırasıyla yüzde 9,5 ve yüzde 3,3'lük yıllık ortalama artışa işaret etmektedir.

Grafik 4.3.11.
Reel Birim Ücret* (Çalışılan Saat Başı Ücret/ Verimlilik)
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2008=100)



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

Grafik 4.3.12.
Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 2005=100)



* Tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

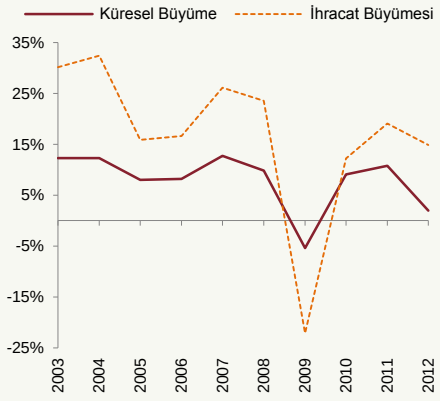
Özetle, yılın üçüncü çeyreğinde tarım dışı sektörlerde istihdam artışı zayıf gerçekleşmiştir. Öncü göstergeler ve işgücü piyasasına ilişkin Eylül-Ekim dönemi gerçekleşmeleri ışığında, tarım dışı istihdam artışının yılın son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre daha güçlü olması beklenmektedir (Grafik 4.3.12). Bununla

birlikte, küresel iktisadi görünüme ilişkin olumsuz gelişmelerin ve belirsizliklerin özellikle sanayi sektöründe istihdam koşullarındaki iyileşmeyi sınırlandırabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, sanayi ve inşaat sektörleri için ılımlı artış öngörüldüğü bir çerçevede, toplum hizmetlerinden gelen geçmiş senelere kıyasla istisnai katkının azalması işsizlik oranı için yukarı yönlü bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir.

Kutu 4.1 Türkiye İhracat Büyümesinin Küresel Hasıla ve Pazar Payı Bileşenleri

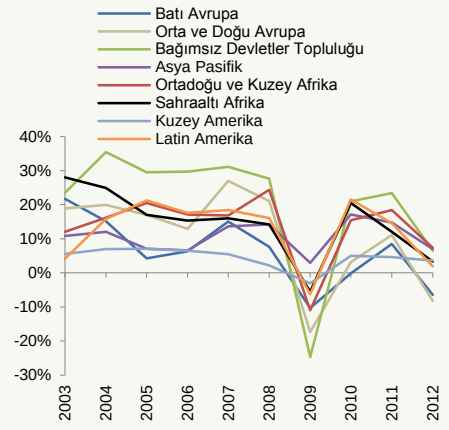
2003 yılından sonraki döneme bakıldığında, Türkiye ihracatının yüksek bir büyüme hızı yakaladığı ve bunu 2008 yılı küresel krizine kadar sürdürdüğü görülmektedir (Grafik 1). Veriler, 2003-2008 döneminde yıllık ortalama olarak, Türkiye ihracat büyümesinin küresel büyümenin 13 puan üzerinde gerçekleştiğini göstermektedir. Buradan hareketle, Türkiye'nin bu dönemdeki pazar payı büyümesinin yüzde 13 civarında olduğu şeklinde hızlı bir çıkarım yapmak mümkündür. Ancak, özellikle ülkeler arasında büyüme oranlarının önemli oranda farklılaştığı bir dönemde bu yaklaşım oldukça yanıltıcı olabilecektir (Grafik 2). Bu nedenle, salt küresel büyüme yerine Türkiye ihracatındaki ülke kompozisyonunu dikkate alan ihracat ağırlıklı küresel büyüme oranlarının kullanılması, ihracat performansımızın doğru analiz edilebilmesi açısından faydalı olacaktır. Bu çerçevede bu kutuda, Türkiye ihracat büyümesinin, ihracat ağırlıklı küresel hasıla büyümesi ve pazar payı büyümesi bileşenleri 2003-2012 dönemini kapsayacak şekilde hesaplanmakta ve değerlendirme yapılmaktadır.

Grafik 1. Türkiye İhracat Büyümesi Ve Küresel Büyüme
(Yüzde Değişim, Cari Fiyatlarla, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TÜİK, IMF WEO, TCMB.

Grafik 2. Bölgesel Büyüme Oranları
(Yüzde Değişim, Cari Fiyatlarla, Milyar ABD Doları)



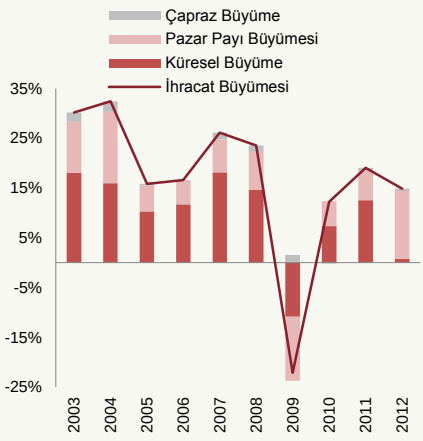
Kaynak: IMF WEO, TCMB.

Türkiye ihraç ürünleri için küresel pazar büyüklüğünün dünya hasılası ile ölçülmesi durumunda, Türkiye'nin küresel pazar payı toplam ihracatın Gayri Safi Dünya Hasılası (GSDH)'na oranı olacaktır. Bu durumda, Türkiye ihracat büyümesi,

GSDH'nin büyümesi ve Türkiye'nin bu pazardaki payının büyümesi şeklinde iki temel bileşenden oluşacaktır[1]. Ülkeler bazında değerlendirildiğinde ise, herhangi bir ülkedeki ihracat pazarı büyüklüğü o ülkenin GSYİH'si ile ifade edilirken, pazar payı ise Türkiye'nin ilgili ülkeye yaptığı ihracatın o ülkenin GSYİH'sine oranı ile gösterilmektedir. Bu tanımlar çerçevesinde, her ülke için 2003-2012 yıllarını kapsayacak şekilde, gerek GSYİH büyüme hızı gerekse de Türkiye'nin bu ülkelerdeki pazar payı büyüme hızı ayrı ayrı hesaplanabilmektedir. Bulunan bu oranlar, ülkelerin Türkiye ihracatındaki payları kullanılarak toplulaştırılmakta ve küresel hasıla ile pazar payı büyüme oranları elde edilmektedir. Ayrıca hesaplamalarda Türkiye ihracat büyümesinin bu iki temel bileşeninin çapraz etkisi de dikkate alınmaktadır. Sonuç olarak, Türkiye ihracat büyümesi, ihracat ağırlıklı küresel hasıla büyümesinin, pazar payı büyümesinin ve çapraz büyümenin toplamı şeklinde hesaplanmaktadır.

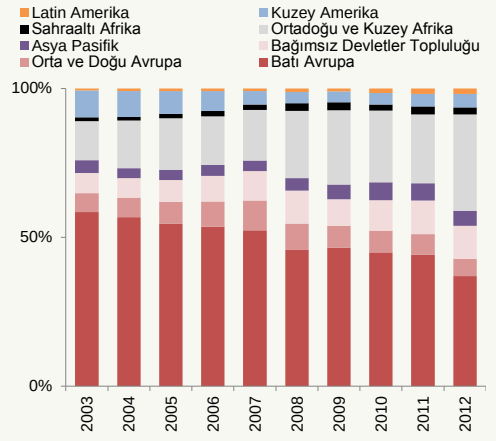
İhracat rakamları Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)'ndan alınmaktadır. Ülkelerin 2003-2012 dönemine ait GSYİH verileri Uluslararası Para Fonu (IMF)'nun Dünya Ekonomik Görünümü (WEO) veri tabanından elde edilmektedir. Kullanılan bütün veriler cari fiyatlarla ABD doları cinsinden ve yıllık frekanstadır.

Grafik 3. Türkiye İhracat Büyümesi Ve İhracat Ağırlıklı Bileşenleri
(Yüzde Değişim, Cari Fiyatlarla, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TÜİK, IMF WEO, TCMB.

Grafik 4. Türkiye İhracatında Bölgesel Paylar
(Yüzde, Cari Fiyatlarla, Milyar ABD Doları)



Kaynak: IMF WEO, TCMB.

[1] GSDH'sı Y ile, Türkiye'nin küresel pazar payı S ile gösterilirse Türkiye ihracatı X=SY şeklinde yazılacaktır. Bu durumda Türkiye ihracat büyümesi $g_X = g_Y + g_S + g_Y g_S$ denklemi ile gösterilecektir. Burada, g_Y GSDH büyümesini, g_S küresel pazar payı büyümesini ve $g_Y g_S$ çarpımı çapraz etkiyi (büyümeyi) göstermektedir.

Hesaplamalara göre, 2003-2008 yılları arasında ihracat büyümesine en büyük katkının küresel hasıla büyümesinden geldiği görülmektedir (Grafik 3). Bu dönemde ihracat ağırlıklı küresel büyüme yıllık ortalama yüzde 15 olurken, küresel pazar payı büyümesi yüzde 8 civarında gerçekleşmiştir. İhracat ağırlıklı küresel hasıla büyümesinin küresel büyümeden ortalama yıllık 4 puan yüksek olması anılan dönemde ülke kompozisyonu etkisinin önemli olduğunu göstermektedir. 2003-2012 döneminin tamamında ise ihracat ağırlıklı küresel hasıla ve pazar payı büyümeleri yıllık ortalama yüzde 10 ve 6 civarlarında gerçekleşmiştir. 2012 yılında pazar payı büyümesinin oldukça yüksek olmasının nedeni o yılda İran ve Birleşik Arap Emirlikleri'ne yapılan yüksek miktarlardaki altın ihracatıdır ve bu geçici bir durum olarak değerlendirilmektedir.

Ülkelerin Türkiye ihracatındaki paylarının 2003-2012 döneminde, göreli olarak yüksek büyüme oranlarına sahip olanlar lehine değiştiği dikkat çekmektedir (Grafik 4). Bu dönemde Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinin payları sürekli olarak gerilerken, diğer bölgelerin paylarının ise arttığı görülmektedir. Bu da Türkiye ihracatının bölgesel olarak çeşitlendiği ve Avrupa odaklı olmaktan çıkmaya başladığı anlamına gelmektedir. Bölgesel çeşitlenme sayesinde Türkiye ihracat büyümesinin dış şoklara karşı daha dirençli olacağı beklenmektedir.

Sonuç olarak, 2003-2012 döneminde Türkiye ihracatı yıllık ortalama yüzde 17 civarı büyümekte ve bunun yaklaşık 10 puanlık kısmı küresel hasıla büyümesinden, 6 puanlık kısmı ise pazar payı büyümesinden kaynaklanmaktadır[2]. Önümüzdeki yıllarda küresel büyümenin yüksek bir ihtimalle zayıf olacağı dikkate alındığında, Türkiye'nin pazar payı büyümesini sürdürmesi büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, bu dönemde Türkiye ihracatında Avrupa ülkelerinin payının azalması ve bölgesel bazda çeşitlenmesi olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

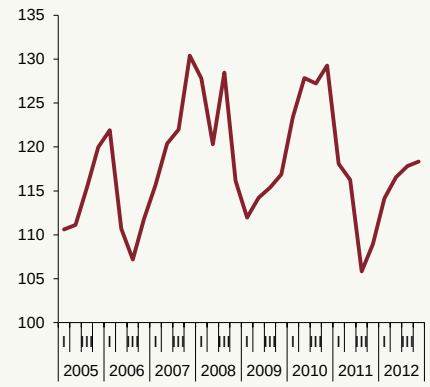
[2] Geri kalan 1 puanlık kısım ise çapraz etkilerden kaynaklanmaktadır.

Kutu 4.2 2012 Yılı Cari İşlemler Dengesinin Geriye Dönük Bir Muhasebesi

Cari işlemler dengesi 2012 yılında beklentileri aşan ölçüde gerilemiştir. 2011 yılı Ekim ayında yayınlanan Orta Vadeli Program (OVP)'da cari işlemler dengesinde 2012 yılında, 2011 yılına göre 6,3 milyar ABD doları daralma öngörülürken, 2011 yılı Aralık ayında, TCMB Beklenti Anketi sonuçları cari açıkta 11 milyar ABD doları gerilemeye işaret etmektedir. Buna karşın, Kasım ayı itibarıyla yıllıklandırılmış cari açıkta 2011 yıl sonuna göre 25,1 milyar ABD doları tutarında gerileme gözlenmiştir. Bu kutuda, 2010 yılından bu yana talep dengelenmesine yönelik uygulanan politikalar ve 2012 yılı dış ticaret gelişmeleri eşliğinde, bu gerilemenin kaynaklarının bir muhasebesi sunulmaktadır.

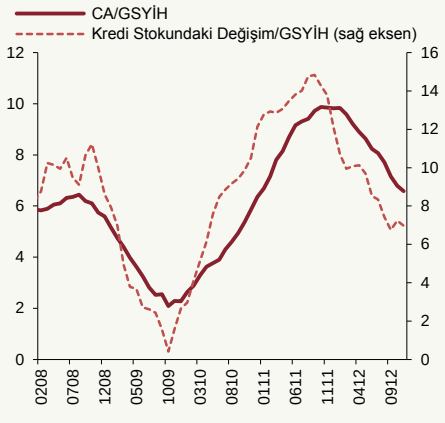
2012 yılında cari açığın gerilemesinde en önemli unsurlardan birisi, 2010 yılından bu yana uygulanan politikaların da birikimli etkisiyle, büyümenin kompozisyonunda gözlenen değişim olmuştur. 2010 yılının sonunda başlayan reel kurdaki gerileme, 2011 yılının üçüncü çeyreğine kadar sürmüştür. 2012 yılında bir miktar toparlanma olsa da, reel kur seviyesi 2012 yılı boyunca 2010 yılı değerinin oldukça altında seyretmiştir (Grafik 1). Buna ek olarak, kredi artışlarının uygulanan politikalar sonucunda sürdürülebilir düzeylere çekilmesi de cari dengedeki düzelmeye önemli katkıda bulunmuştur (Grafik 2).

Grafik 1. TÜFE Bazlı Reel Kur
(2003=100)



Kaynak: TCMB.

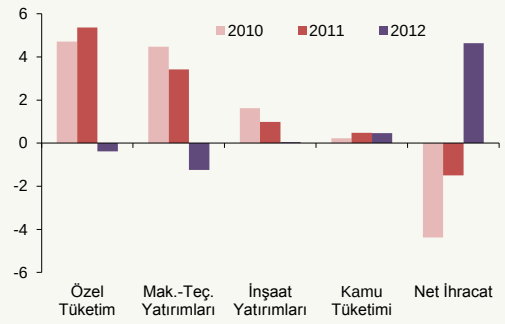
Grafik 2. Cari Açık ve Kredi Büyümesi
(GSYİH'ye oran)



Kaynak: TCMB.

Büyümenin kompozisyonu, talep bileşenlerinin farklı ithalat bağımlılıkları olması nedeniyle, ithalat gelişmelerini etkileyebilmektedir. Örneğin, Bussiere ve diğerleri (2012), 18 OECD ülkesi ile gerçekleştirdikleri analizde, talep bileşenlerinin doğrudan ve ara malları kanalıyla dolaylı ithalat bağımlılıklarını incelemişler, inceledikleri örneklemde en yüksek ithalat bağımlılığının yatırım harcamaları, en düşük ithalat bağımlılığının ise kamu tüketim harcamalarında olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Talep dengelenmesine yönelik politika uygulamalarının sonuçları, Türkiye'de 2012 yılının ilk dokuz aylık döneminde harcama kalemlerinin büyümeye yaptığı katkıdan da izlenebilmektedir. Bu dönemde, özel tüketim harcamaları büyümeye ılımlı miktarda negatif katkıda bulunmuştur (Grafik 3). Buna ek olarak, makine-teçhizat harcamaları kaynaklı olmak üzere yatırım harcamalarının büyümeye olumsuz katkıda bulunduğu gözlenmektedir. Uygulanan dengeleyici politikaların etkileri, harcama kalemlerinin farklı ithalat etkileriyle bir arada değerlendirildiğinde, 2012 yılında net ihracat kalemi uzun bir sürenin ardından ilk defa büyümeye olumlu katkı sunmuştur.

Grafik 3. Talep Bileşenlerinin Büyümeye Katkısı (Yüzde Puan)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Öte yandan, gerek dış talepteki olumsuz görünüme gerekse talep kompozisyonundaki değişim ve dengelenmeye yönelik politikaların birikimli etkilerine bağlı olarak, 2012 yılında milli gelir büyümesi OVP tahminlerinin bir miktar altında gerçekleşmiştir. GSYİH büyümesine ilişkin 2011 yılı OVP'deki tahminler yüzde 4 düzeyindeyken, ilk dokuz aylık dönemdeki gerçekleşme yüzde 3,2 olmuş ve yıl sonuna ilişkin tahminler ise yüzde 3 seviyelerine gerilemiştir. Bununla birlikte, gerçekleşen ithalat ile tahminler arasındaki fark sadece büyümenin tahminlerin altında gerçekleşmesiyle açıklanacak düzeyde değildir. Milli gelirde yılın ilk üç çeyreğinde gözlenen büyümeye karşın bu dönemde ithalat 4,7 milyar ABD doları gerilemiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda, ithalat 2012 yılında tahminlerin aksine gerilemiş ve yılın ilk onbir ayında yıllık bazda yüzde 1,6 oranında daralmıştır.

2012 yılında dış talep büyümesi öngörülerin gerisinde kalmış ve en önemli ihraç pazarımız olan Avrupa'nın ithalat talebinin zayıflaması dikkat çekmiştir. Buna karşın, gerek Afrika ve Orta Doğu pazarında görülen canlanmanın ihracat talebini desteklemeye devam etmesi, gerekse dengelenmeye yönelik politikaların birikimli etkileri sonucunda döviz kurundaki aşırı değerlenme baskısının giderilmiş olması küresel büyümedeki yavaşlamanın ihracat üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Dolayısıyla, altın hariç ihracat artışı 2012 yılının Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda yüzde 5 oranında ılımlı bir artış göstermiştir. Avrupa Birliği'ndeki finansal çalkantı turizm gelirlerine de olumsuz şekilde yansımıştır (Tablo 1). Öte yandan, yıl sonu altın hariç ihracat gerçekleşmesinin OVP öngörülerinin altında kalması beklenmektedir.

Tablo 1: Dış Ticaret Dengesi
(Milyar ABD Doları)

	Gerçekleşme		
	2011	2012*	Fark
Cari İşlemler Dengesi	-76,9	-53,1	23,8
Altın Hariç	*-72,2*	*-57,3*	*14,9*
Dış Ticaret Dengesi	-105,9	-84,9	21,0
Altın Hariç	*-101,2*	*-90,3*	*10,8*
İhracat	134,9	152,5	17,6
Altın Hariç	*133,4*	*139,4*	*6,0*
İthalat	240,8	237,3	-3,5
Altın Hariç	*234,6*	*229,8*	*-4,8*
Turizm Gelirleri	23	22,6	-0,4

* Kasım 2012 itibarıyla yıllıklandırılmış.

İhracat artışının 2012 yılında öngörülerin üzerinde gerçekleşmesinde altın ihracatındaki yükseliş önemli bir yere sahip olmuştur. Özellikle İran'a yapılan ihracat neticesinde Kasım ayı itibarıyla yıllıklandırılmış altın ihracatı 13 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır. Cari işlemler açığı açısından bakıldığında, 2011 yılında net 4,8 milyar ABD doları altın ithalatçısı olan Türkiye, 2012 yılının ilk 11 aylık döneminde net 5,4 milyar ABD doları altın ihracatçısı olmuş ve net olarak cari açıktaki gerilemenin yaklaşık 10 milyar ABD dolarlık bölümü altın ihracatından kaynaklanmıştır.

Sonuç olarak, 2010 yılından bu yana finansal istikrar odaklı uygulanan politikaların birikimli etkileriyle, 2012 yılı Kasım ayı itibarıyla cari işlemler dengesinde yaklaşık 25 milyar ABD dolarlık bir iyileşme gözlenmiştir. Yaklaşık 10 milyar ABD dolarlık bir bölümü net altın ihracatındaki artıştan gelmekle birlikte, bu iyileşmenin önemli bir bölümü uygulanan politikaların sonucunda büyümenin kompozisyonunda gözlenen değişimden ve talep dengelenmesinden kaynaklanmıştır.

Kaynakça:

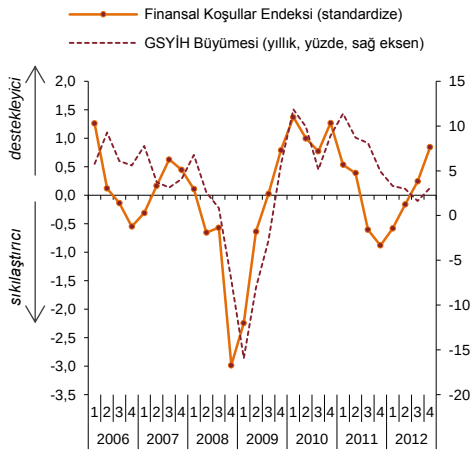
Bussiere M., Giovanni C., Ghironi F., Sestieri G. ve Yamano N., 2012, "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", American Economic Journal: Macroeconomics, *yayımlanma aşamasında*.

5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

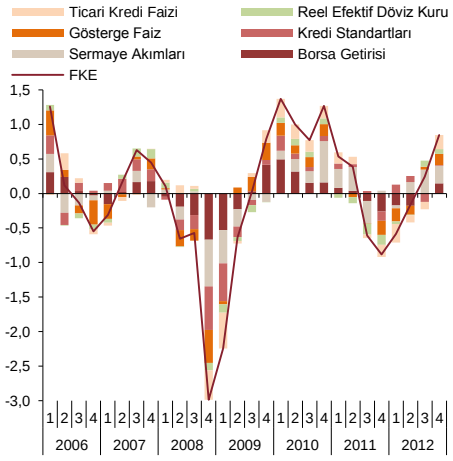
Genel Görünüm

Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının hızlanması ve TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politikalarına devam etmesi nedeniyle hem küresel hem de Türkiye'ye ilişkin finansal koşullar genel itibarıyla destekleyici yönde seyretmiştir. Bu çerçevede, çeşitli finansal göstergelerin ağırlıklı ortalaması alınarak Türkiye için hesaplanan Finansal Koşullar Endeksi (FKE) 2012 yılının ikinci yarısında ortalamanın üzerinde seyretmiş ve son çeyrekte de artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.a).

Grafik 5.a.
Finansal Koşullar Endeksi* ve Ekonomik Aktivite**



Grafik 5.b.
Finansal Koşullara Katkılar



*Finansal koşullar endeksine ilişkin detaylar için bakınız: Ekonomi Notu, No.12/31.
**2012 yılı son çeyrek GSYİH büyümesi tahmindir.

2012 yılının son çeyreğinde, küresel risk iştahındaki yüksek artışa paralel olarak İMKB borsa getirisi ve sermaye akımları finansal koşullara pozitif katkı sağlamıştır (Grafik 5.b). Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki iyileşmeye rağmen, TCMB politika uygulamalarının bir sonucu olarak döviz kurundaki değerlenme sınırlı kalmış, bu nedenle FKE'ye pozitif katkısı düşük gerçekleşmiştir. TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politikalarına devam etmesi, makroekonomik göstergelerin ekonomideki dengelenme sürecinin başarılı olduğunu teyid etmesi, uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırımı gibi etkenler piyasa faizlerinin belirgin olarak düşüş göstermesine neden olmuş, bu nedenle gösterge faizin FKE'ye katkısı pozitif yönde olmuştur. 2012 yılının son çeyreğinde kredi faizlerinin belirgin şekilde düşmesi ile birlikte kredi talebi

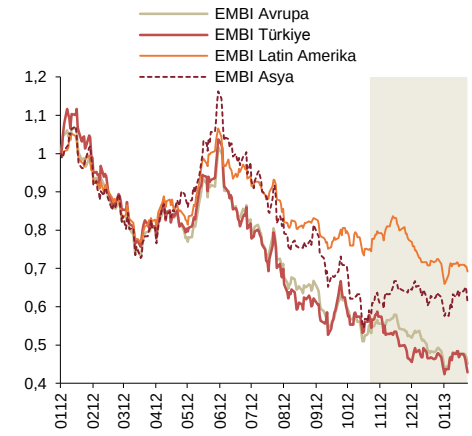
canlanmış, kredi büyümesi yılın son çeyreğinde yeniden ivme kazanarak geçmiş yılların ortalamasına yaklaşmıştır. Başka bir ifade ile 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren finansal koşullara sıkılaştırıcı yönde katkı veren kredi faizi 2012 yılının son çeyreğinde koşullara destekleyici yönde katkı vermeye başlamıştır. Bununla birlikte 2012 yılının üçüncü çeyreğinde FKE'ye negatif katkı veren kredi standartlarının son çeyrekteki katkısı ihmal edilebilir düzeyde kalmıştır. Kredi eğilim anketi sonuçlarına göre son çeyrekte kredi talebinin yüksek seyrettiği, ancak bankaların kredi koşullarını gevşetme konusunda ihtiyatlı davrandığı dikkat çekmektedir.

5.1. Finansal Piyasalar

Küresel Risk Algılamaları

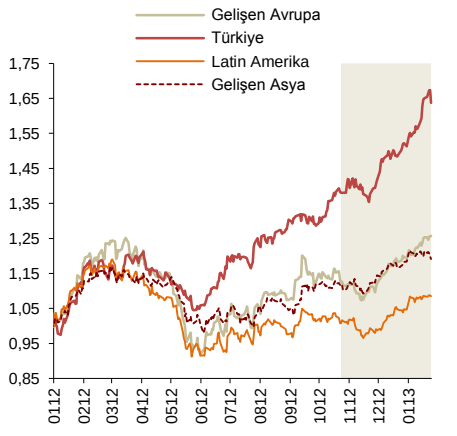
Yılın son çeyreğinde, gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikalarına devam etmesi ve Avrupa'da alınan önlemlerin krizin derinleşme olasılığını azaltması küresel risk iştahını olumlu etkilerken, ABD'deki mali uçurum tartışmaları küresel piyasalarda belirsizlik yaratan bir faktör olmuştur. 2013 yılının başında ise ABD'de bütçe konusunda anlaşma sağlanması ile mali uçurum endişelerinin ötelenmesi ve ABD ve Çin'de büyümeye ilişkin beklenenden iyi gelen veriler risk iştahını daha da artırmıştır.

Grafik 5.1.1.
Göreli EMBI Endeksleri (02.01.2012 =1)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.1.2.
Göreli MSCI Borsa Endeksleri (02.01.2012 =1)



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

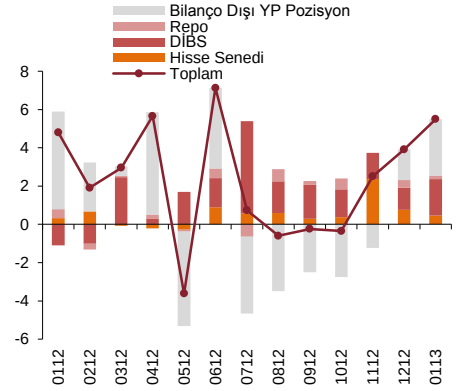
Geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana artan küresel risk iştahı ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları başta hisse senedi piyasalarında olmak üzere hızlanmıştır. Türkiye'de ise TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politika uygulamalarına devam etmesi, yeni açıklanan

makroekonomik verilerin hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar açısından olumlu gelmesi ve uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırımı, diğer gelişmekte olan ülkelere göre Türkiye'nin risk primi ve borsa endeksinde yılın ikinci yarısında başlayan olumlu yönde ayrışmaya ivme kazandırmıştır (Grafik 5.1.1 ve 5.1.2).

Portföy Hareketleri

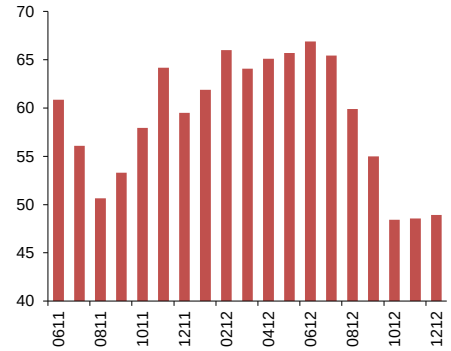
Küresel risk iştahının artması ve Türkiye'ye özgü yukarıda bahsi geçen gelişmeler özellikle Kasım ayı ortasından bu yana hisse senedi piyasasına yabancı yatırımlarının hızlanmasına neden olmuştur. Ayrıca, geçtiğimiz Enflasyon Raporu döneminden bu yana DİBS piyasasındaki yabancı payı özellikle bir yıldan uzun vadelerde artış eğilimini sürdürmüştür. Bu gelişmelerde, Türkiye'nin orta ve uzun vadeli makroekonomik performansına ilişkin olumlu beklentilerin rol oynadığı düşünülmektedir.

Grafik 5.1.3.
Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri
(Milyar ABD Doları, 18 Ocak 2013 itibarıyla)



Kaynak: BDDK, TCMB.

Grafik 5.1.4.
Bir Yıldan Kısa Vadeli TL Kur Takası İşlemlerinin Toplam İçerisindeki Payı (Yüzde)



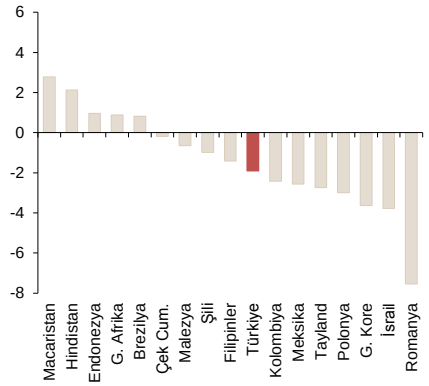
Kaynak: TCMB.

TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici bir konuma geçmesi ve döviz rezerv opsiyonu mekanizmasının etkilerinin daha belirgin hissedilmesi ile birlikte 2012 yılı ortasından Kasım ayına kadar geçen dönemde hisse senedi, DİBS ve repo kalemlerinde gözlenen sermaye girişine rağmen, bankaların kısa vadeli TL likidite ihtiyacındaki azalmaya paralel olarak yabancı para bilanço dışı pozisyonlarında azalış gözlenmiştir (Grafik 5.1.3). Aralık ve Ocak aylarında ise hem küresel risk iştahındaki artış, hem de olumlu yurtiçi gelişmeler yabancıların Türkiye'deki tüm yatırımlarını artırmalarına neden olmuştur. TCMB politikaları TL kur takası işlemlerinin vade yapısı üzerinde belirleyici olmuştur. TCMB'nin likidite koşullarında destekleyici duruma geçmesinin ve rezerv opsiyonu mekanizmasının etkisiyle 2012 yılının üçüncü çeyreğinde bir yıldan kısa vadeli TL kur takası

işlemlerinin toplam içerisindeki payının azaldığı görülmektedir (Grafik 5.1.4). Son çeyrekte ise kısa vadeli kur takası işlemlerinin payında belirgin bir değişim gözlenmemiştir.

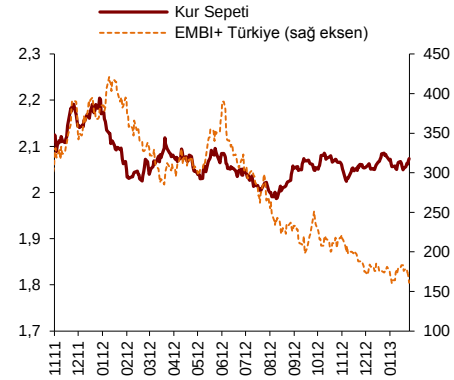
Son dönemde artan küresel risk iştahı ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının etkisiyle birçok gelişmekte olan ülke para birimi ABD doları karşısında değer kazanırken, Türk lirasındaki değerlenme göreli olarak daha sınırlı olmuştur (Grafik 5.1.5). Bu gelişmede rezerv opsiyonu mekanizması, piyasa faizlerinin tüm vadelerde diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla düşüş göstermesi ve Aralık ayında yabancı para zorunlu karşılık oranlarının artırılması etkili olmuştur. Bu gelişmelerin sonucu olarak risk priminde gözlenen belirgin düşüşe rağmen kur sepeti son çeyrekte genellikle yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 5.1.6).

Grafik 5.1.5.
TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri
(Yüzde Değişim, 25 Ekim 2012-25 Ocak 2013)



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.6.
Kur Sepeti ve Risk Primi



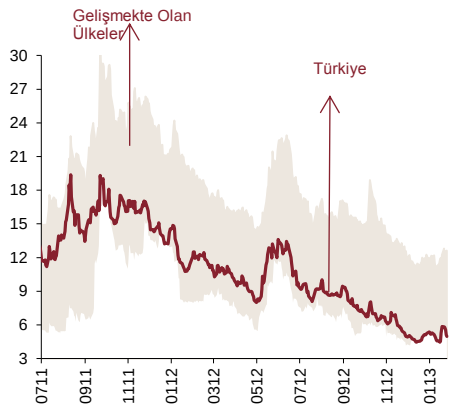
Kaynak: Bloomberg.

TCMB, küresel risk iştahındaki ve portföy hareketlerindeki değişimleri yakından takip etmekte ve bu gelişmelerin döviz kuru ve krediler gibi değişkenler üzerinde finansal istikrar açısından oluşturabileceği riskleri sınırlamaya yönelik politikalar uygulamaktadır.

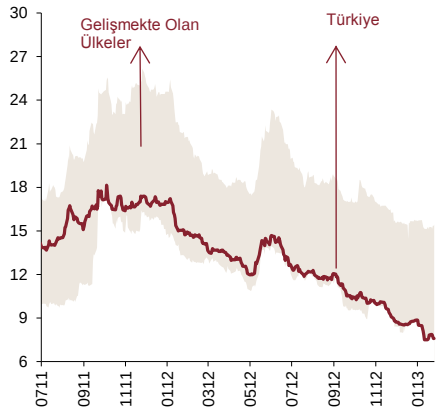
TCMB tarafından uygulanan politikalar döviz kuru oynaklığının azalmasına da önemli katkı sağlamaktadır (Kutu 5.1). Yılın ikinci yarısında gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinde gözlenen azalışa bağlı olarak düşmeye başlayan opsiyonların ima ettiği döviz kuru oynaklıkları son çeyrekte de gerilemeye devam etmiştir. Bu dönemde, Türk lirasının ima edilen oynaklığı cari açık veren gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla hem kısa hem de orta vadelerde düşük seviyelerini korumuştur (Grafik 5.1.7-5.1.8). Kutu 5.2, TCMB'nin uygulamış

olduğu yeni politikaların ABD doları/TL döviz kurunun beklenen oynaklığını azaltmasının yanısıra, döviz kurunun değer kaybetme beklentisini ima eden "çarpıklık" ve her iki yöndeki aşırı hareket beklentilerini yansıtan "basıklık" değerlerini de düşürdüğünü göstermektedir.

Grafik 5.1.7.
Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı*
(1 Ay Vadeli, Yüzde)



Grafik 5.1.8.
Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı*
(12 Ay Vadeli, Yüzde)



*Cari açık veren gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G. Afrika, Endonezya, Romanya ve Kolombiya yer almaktadır.
Kaynak: Bloomberg.

TCMB, uluslararası likidite koşullarında gözlenen olumlu gelişmeler ve döviz piyasalarındaki likidite akışkanlığını dikkate alarak 2 Ocak 2013 tarihinden itibaren Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık faaliyetlerine son vermiştir. Ayrıca 25 Aralık 2012 itibarıyla Döviz Depo Piyasası'nda bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde ABD doları ve euro cinsinden TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir aydan bir haftaya düşürülmüş ve söz konusu piyasada ABD doları için yüzde 4,5 euro için yüzde 5,5 olarak belirlenmiş borç verme faiz oranları her iki para birimi için de yüzde 10'a yükseltilmiştir. Bunun yanısıra 2 Ocak 2013 tarihi itibarıyla gün içi döviz satım ihaleleri sonlandırılmıştır.

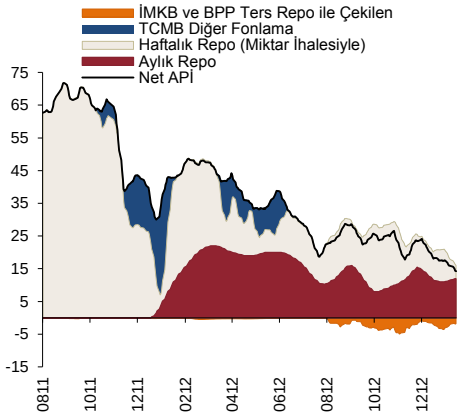
Para Politikası Uygulamaları

Enflasyon görünümündeki iyileşme, makro finansal risklere dair kredi ve cari açık gibi değişkenlerdeki olumlu seyir ve ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleşmesi nedeniyle para politikası 2012 yılının ikinci yarısından itibaren kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Ancak küresel ekonomiye dair belirsizliklerin yılın son çeyreğinde de sürmesi nedeniyle TCMB makro finansal riskleri de gözeterek esnek para politikası uygulamalarına devam etmiştir. Sermaye girişlerinin hızlandığı mevcut konjonktürde finansal istikrara dair

riskleri dengelemek amacıyla bir yandan faiz oranları düşük tutulmuş, diğer yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edilmiştir. Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki iyileşme, rezerv opsiyonu mekanizmasının aktif olarak uygulanması ve ticari kredilerdeki ılımlı seyir faiz koridorunun üst sınırının ölçülü oranda indirilmesine olanak tanımış ve bu sebeple Kasım ayında gecelik borç verme faiz oranı 50 baz puan düşürülerek faiz koridoru daraltılmıştır. Ayrıca finansal istikrarı desteklemek amacıyla Kasım ayında rezerv opsiyonu katsayıları sınırlı oranda artırılmış, Aralık ayında politika faizi 25 baz puan düşürülmüştür. Ocak ayında ise sermaye girişlerinin giderek hızlanması nedeniyle, finansal istikrarı desteklemek amacıyla faiz koridoru sınırlı oranda indirilirken zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atılmıştır.

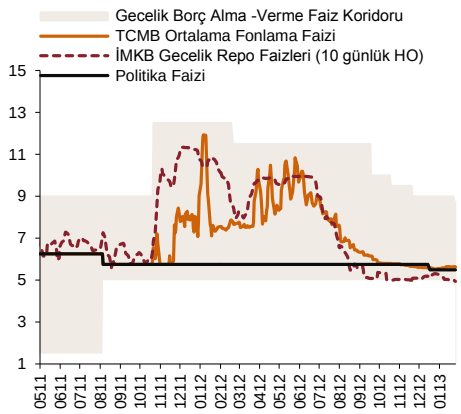
TCMB'nin destekleyici para politikası uygulamaları çerçevesinde ortalama fonlama faizi yılın son çeyreğinde politika faizine yakın seviyede yatay bir seyir izlemiştir. Bu dönemde TCMB piyasayı ağırlıklı olarak miktar ihalesiyle gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle düzenlenen aylık repo ile fonlamıştır. Ayrıca, para piyasasındaki faizlerin faiz koridorunun alt bandı olan gecelik borç alma seviyesinde oluşmasını sağlamak için finansal sisteme ihtiyacının üzerinde likidite sağlanmaya devam edilmiş ve fazla likidite İMKB para piyasasında gecelik vadede çekilmiştir (Grafik 5.1.9). Bu gelişmelere paralel olarak İMKB'de oluşan gecelik repo faizlerinin koridorun alt seviyesine yakın seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.10).

Grafik 5.1.9.
TCMB Fonlaması
(2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)



Kaynak: TCMB.

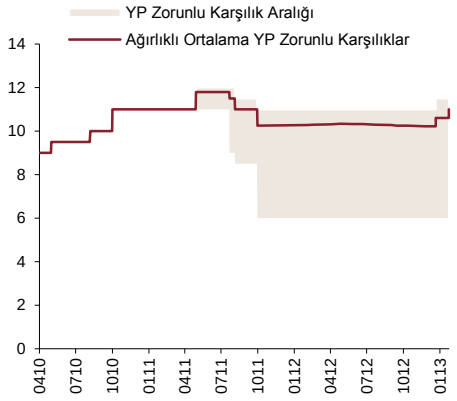
Grafik 5.1.10.
İMKB Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler*
(Yüzde)



*İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda bankadışı finansal kuruluşlardan fon sağlayan bankalar , elde ettikleri fonlar için yüzde 11 oranında zorunlu karşılık tesis etmekle yükümlüdürler. Dolayısıyla bu piyasada oluşan faizlerin bankalar açısından maliyeti gecelik repo faizinden daha yüksek seyretmektedir.
Kaynak: İMKB, TCMB.

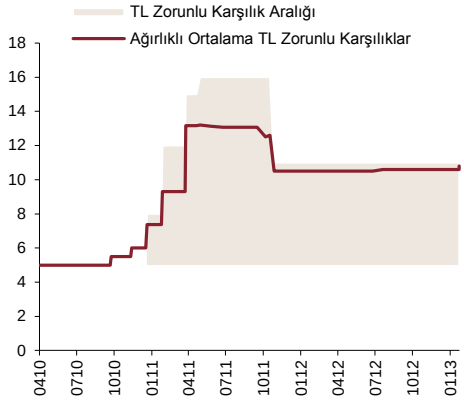
Aralık ayında hem finansal istikrarı desteklemek hem de bankacılık sektörünün yabancı para yükümlülüklerinin vadesini uzatmak amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranları 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler haricinde kalan vadeler için 0,5 puan artırılmış ve böylece ortalama yabancı para zorunluk karşılık oranı yüzde 10,2'den yüzde 10,6 seviyesine yükselmiştir. Aynı vadelerde Ocak ayında da 0,5 puanlık yabancı para zorunlu karşılık oranı artışı gerçekleştirilmiş ve böylece ortalama yabancı para zorunluk karşılık oranı yüzde 11 düzeyine yükselmiştir (Grafik 5.1.11). Ocak ayında Türk lirası zorunlu karşılık oranları 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile diğer yükümlülükler dışında kalan vadeler için 0,25 puan artırılmış ve ortalama zorunlu karşılık oranı yüzde 10,6'dan yüzde10,8'e yükselmiştir (Grafik 5.1.12).

Grafik 5.1.11.
Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları
(Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.12.
Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları
(Yüzde)

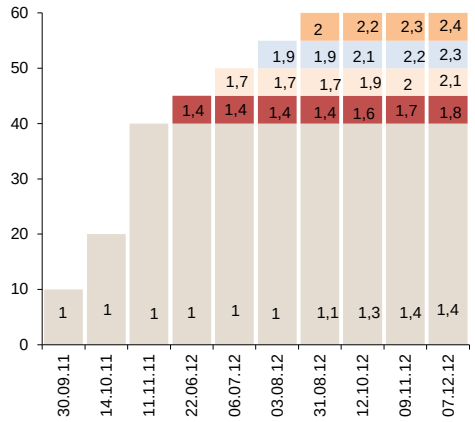


Kaynak: TCMB.

Ayrıca, döviz rezerv opsiyonu katsayıları Kasım ayında yüzde 40'lık dilimden sonraki tüm dilimlerde 0,1 puan, altın rezerv opsiyonu katsayıları ise tüm dilimlerde Kasım ayında 0,2, Aralık ve Ocak aylarında 0,1'er puan artırılmıştır (Grafik 5.1.13 ve Grafik 5.1.14). Mevcut durumda döviz ve altın rezerv opsiyonunun son dilimine denk gelen katsayılar 2,4 olmuştur.

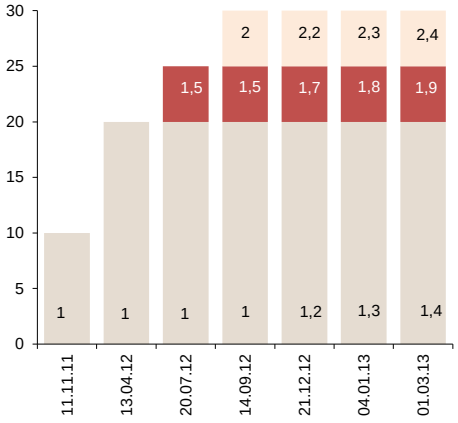
Rezerv opsiyonu mekanizması ile bankalara Türk lirası zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlansa da zaman içinde rezerv opsiyonu katsayılarının artırılması bankalar açısından imkânın maliyetini kademeli olarak artırmıştır. Ancak buna rağmen imkânın kullanımının yüksek oranlarda seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.15 ve Grafik 5.1.16). Bankaların imkândan faydalanma oranı 18 Ocak 2013-1 Şubat 2013 tesis dönemi itibarıyla döviz imkânı için yüzde 89, altın imkânı içinse yüzde 83'dür.

Grafik 5.1.13.
Döviz Rezerv Opsiyonu Katsayıları



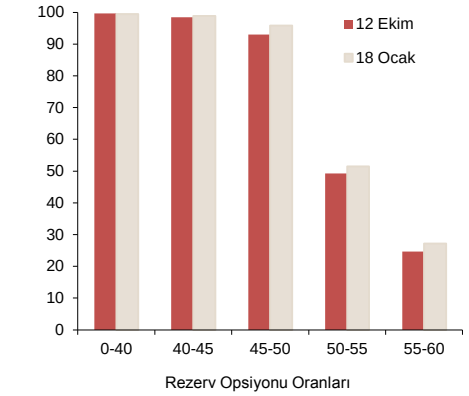
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.14.
Altın Rezerv Opsiyonu Katsayıları



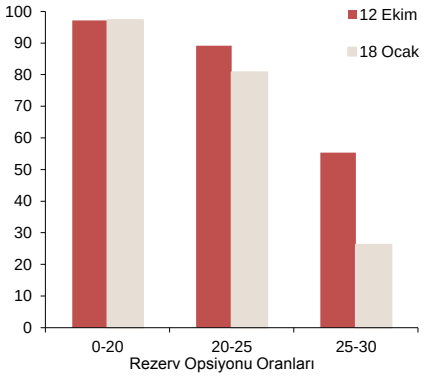
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.15.
Bankaların Döviz Rezerv Opsiyonu Dilimini Kullanma Oranları (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

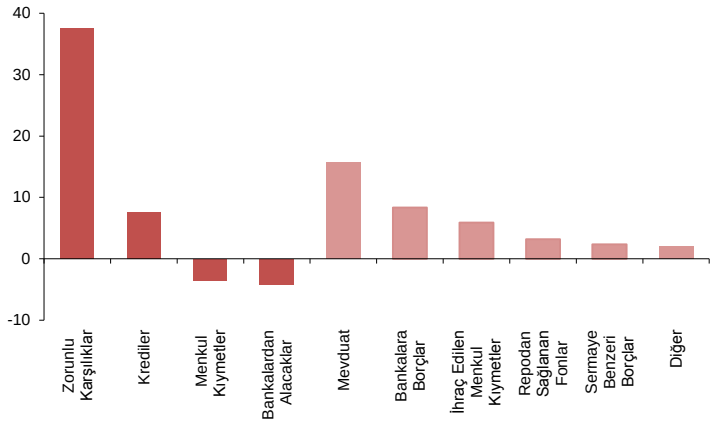
Grafik 5.1.16.
Bankaların Altın Rezerv Opsiyonu Dilimini Kullanma Oranları (Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Bankaların yabancı para cinsi bilanço kalemlerindeki değişimler yabancı para cinsi tutulan zorunlu karşılık yükümlülüklerini nasıl fonladıkları hakkında önemli bilgi vermektedir. İmkânın başladığı 2011 yılı Eylül ayından itibaren yabancı para cinsi bilanço kalemlerindeki değişimler incelendiğinde, bankaların özellikle mevduat, bankalara borçlar ile menkul kıymet ihraçlarını artırdıkları ve bankalardan alacaklarını azalttıkları göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.17).

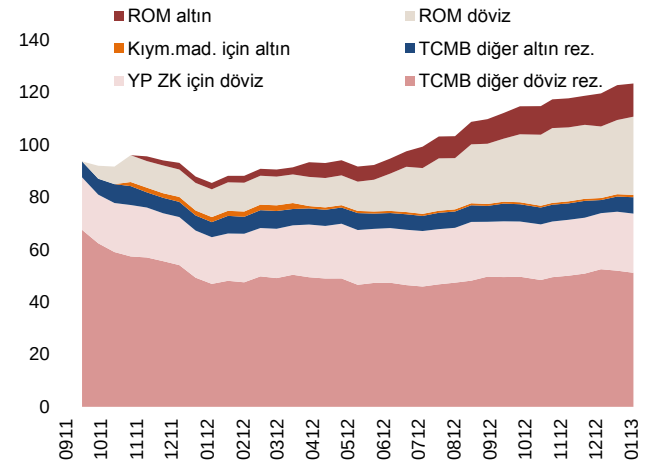
Grafik 5.1.17.
Bankaların Seçilmiş YP Bilanço Kalemlerindeki Değişim
(Kasım 2012-Eylül 2011 Arası, Milyar ABD Doları)



Kaynak: BDDK,TCMB.

Döviz ve altın rezerv opsiyonu katsayılarının artırılması sonucu TCMB'nin ROM aracılığıyla piyasadan çektiği döviz ve altın miktarı artış göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.18). Ayrıca, Aralık ayındaki YP zorunlu karşılık oranlarındaki artış ile Ocak ayında yaklaşık olarak 850 milyon ABD doları likidite, Ocak ayındaki TL ve YP zorunlu karşılık oranlarındaki artış ile Şubat ayında yaklaşık olarak 2 milyar ABD doları likidite TCMB döviz rezervlerine eklenecektir.

Grafik 5.1.18.
TCMB Döviz Rezervleri
(18 Ocak 2013 İtibarıyla, Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

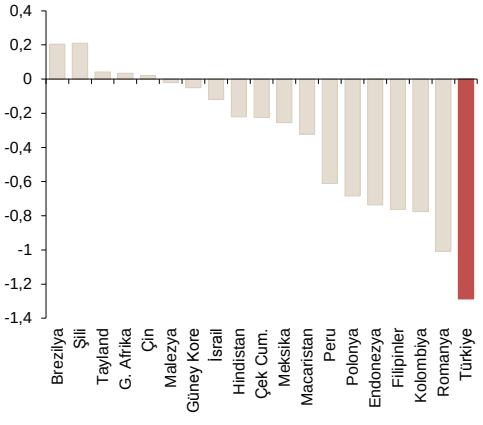
TCMB, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla miktar ihalesi açılacak günlerdeki fonlama tutarını ve bir ay vadeli repo ihale miktarına ilişkin üst sınırı yılın son çeyreğinde de duyurmaya devam etmiştir. Yapılan TL likidite öngörüleri

çerçevesinde, Ekim ve Kasım aylarında politika faizinden yapılan fonlama miktarının alt sınırı 0,5 milyar TL iken Aralık ayında alt sınır 0,2 milyar TL'ye düşürülmüştür. Fonlamanın üst sınırı ise yılın son çeyreğinde 6,5 milyar TL olarak belirlenmiştir. Geleneksel yöntemle yapılan bir ay vadeli repo ihaleleri kapsamında ise üst sınır yılın son çeyreğinde 4 milyar TL olarak belirlenmiş, Ocak ayında ise üst sınır 3 milyar TL'ye düşürülmüştür. Ayrıca, bilgi değeri kalmaması sebebiyle bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlanacak asgari fonlama tutarının ilan edilmesi uygulamasına 2 Ocak 2013 tarihi itibarıyla son verilmiştir. Öte yandan, 02 Ocak 2013 tarihinden geçerli olmak üzere her bir kuruluşun ihaleye verebileceği toplam teklif tutarı, ilan edilen ihale tutarının en fazla yüzde 30'una çıkarılmıştır.

Piyasa Faizleri

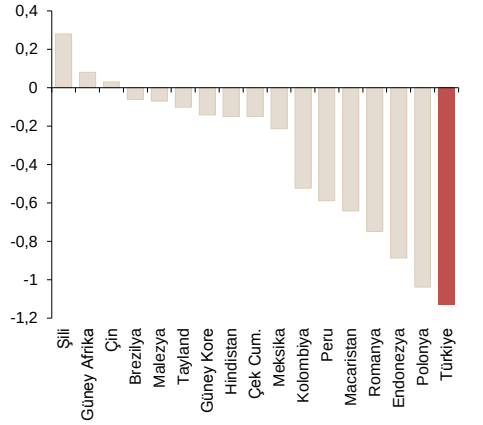
Yılın son çeyreğinde küresel risk iştahındaki artışa ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarının politika faiz indirimlerine bağlı olarak gelişmekte olan ülke piyasa faizlerinin hem kısa hem de uzun vadelerde düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.19 ve 5.1.20). Türkiye'nin piyasa faizlerinin ise kısa ve uzun vadelerde daha fazla düştüğü ve diğer gelişmekte olan ülke ortalamalarına yaklaştığı göze çarpmaktadır (Grafik 5.1.21 ve 5.1.22).

Grafik 5.1.19.
Son Çeyrekte Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim
(24 Ekim 2012-25 Ocak 2013, Yüzde)



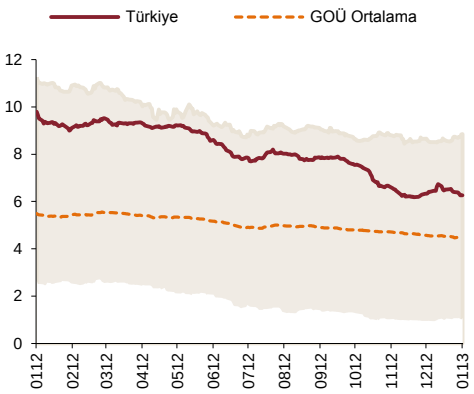
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.1.20.
Son Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim
(24 Ekim 2012-25 Ocak 2013, Yüzde)



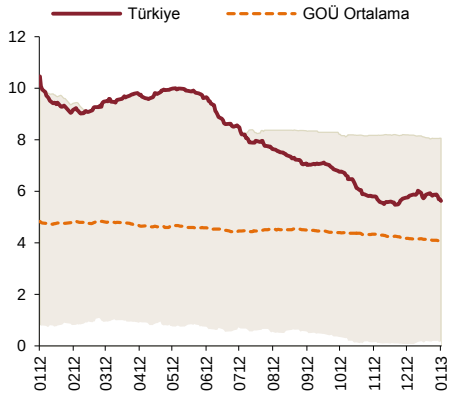
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 5.1.21.
Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri*
(25 Ocak İtibarıyla, Yüzde)



*Grafik 5.1.19'da yer alan ülkeler kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

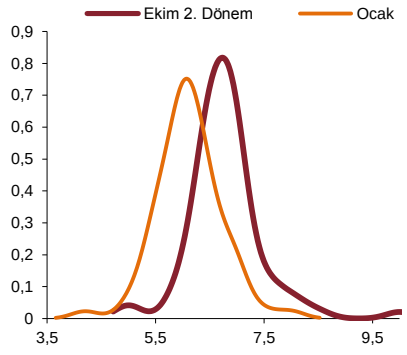
Grafik 5.1.22.
Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri**
(25 Ocak İtibarıyla, Yüzde)



**Grafik 5.1.19'da yer alan ülkeler kullanılmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

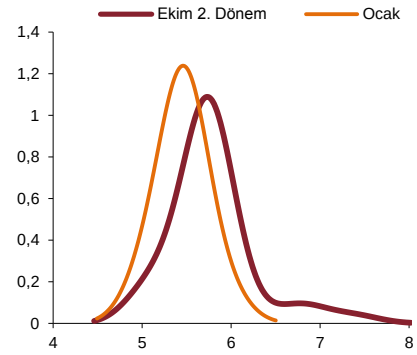
Piyasa faizlerinde tüm vadelerde gözlenen düşüşte enflasyon ve politika faizi beklentilerindeki gerilemenin etkili olduğu düşünülmektedir. Uzun bir aradan sonra 12 ay sonrası enflasyon ve politika faizi beklentilerinin yılın son çeyreğinde düşüş gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.23 ve 5.1.24).

Grafik 5.1.23.
12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.24.
12 Ay Sonrası Politika Faiz Beklentileri



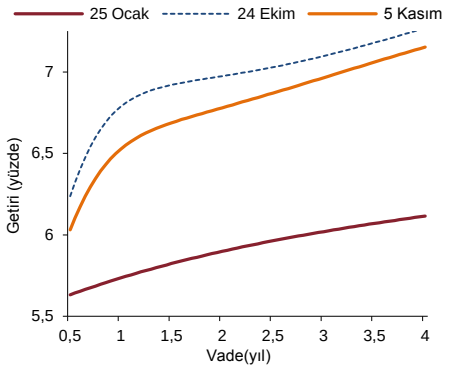
Kaynak: TCMB.

Bir önceki Enflasyon Raporu'ndan bu yana uzun vadeli faizlerin kısa vadeli faizlere göre daha fazla düşmesiyle getiri eğrisinin eğiminin azaldığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.25). Bu dönemde gösterge faizin gerilemeye devam ettiği ve özellikle not artırımı sonrasında düşüşün hızlandığı gözlenmektedir (Grafik 5.1.26). Dönem boyunca enflasyon ve cari açık gibi makro değişkenlere ilişkin açıklanan verilerin beklentilerden daha iyi olması ile ekonomik aktivitenin zayıf seyri faiz indirim beklentilerini güçlendirmiş ve piyasa faizleri üzerinde düşürücü yönde etki yapmıştır. Aralık ayı PPK toplantısı sonrasında piyasaların

ileriye yönelik faiz indirim beklentilerindeki zayıflama ve DİBS piyasasındaki kâr amaçlı satışların etkisiyle gösterge faiz sınırlı olarak yükselmiştir.

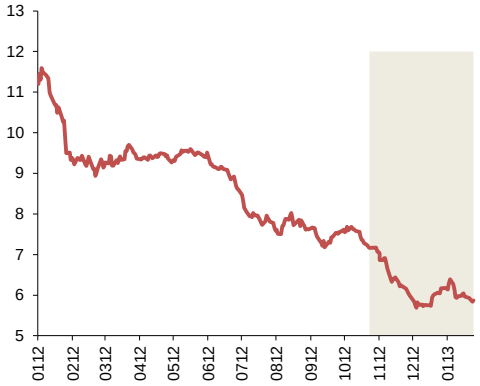
İki yıl vadeli faizlerin iki yıl sonrası için enflasyon beklentilerinden daha fazla düşüş göstermesi sebebiyle iki yıl vadeli reel faiz bir önceki çeyreğe göre daha düşük bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 5.1.27). Gelişmekte olan ülkelerin nominal faiz sıralamasında üst sıralarda bulunan Türkiye'nin reel faizi diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında orta seviyelerde yer almaya devam etmiştir (Grafik 5.1.28). Türkiye'nin reel faiz sıralamasındaki yerinin daha geride olması enflasyon beklentilerinin ülkeler arasında farklılaşmasından kaynaklanmaktadır.

Grafik 5.1.25.
Getiri Eğrisi*
(Yüzde)



*İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında işlem gören tahvillerin fiyatları kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.
Kaynak: IMKB, TCMB.

Grafik 5.1.26.
Gösterge Faizin Seyri
(Yüzde)



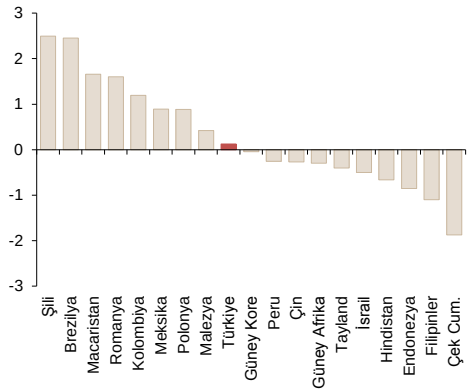
Kaynak: İMKB, TCMB.

Grafik 5.1.27.
Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi* (Yüzde)



* Getiri eğrisinden hesaplanan 2 yıllık iskontolu tahvil getirisinden TCMB Beklenti Anketi'nden alınan önümüzdeki 2 yıla ait TÜFE enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: İMKB, TCMB.

Grafik 5.1.28.
İki Yıllık Reel Faizler* (25 Ocak 2013 Tarihi İtibarıyla)

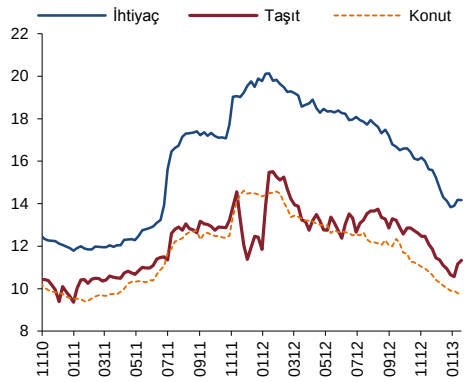


*Ülkelerin 2 yıllık devlet tahvili getirilerinden Consensus Forecasts tahminlerinden elde edilen gelecek 2 yıla ait enflasyon beklentisinin çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, Consensus Forecasts, TCMB.

Kredi Faizleri ve Bankacılık Sektörünün Fon Maliyetleri

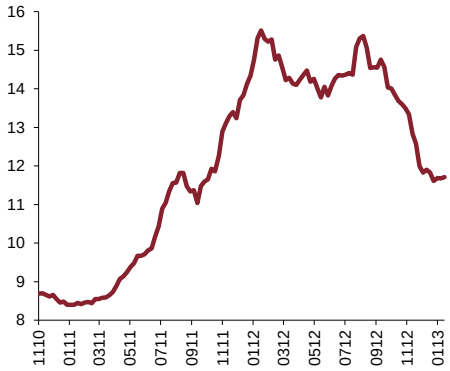
Küresel risk iştahındaki artışın ve TCMB'nin likidite koşullarını destekleyici politikalarının sonucu olarak 2012 yılının son çeyreğinde piyasa faizlerinde görülen gerileme bankacılık sektörü tarafından finansal olmayan kesime açılan kredi faizlerine de yansımıştır. Ağırlıklı olarak orta ve uzun vadeli kredilerden oluşan tüketici kredilerinin faiz oranları muadil vadelerdeki menkul kıymetlerin (devlet iç borçlanma senetleri, para takasları, vs.) faiz oranlarındaki gelişmelere paralel hareket etmektedir. Diğer taraftan, tüketici kredilerine kıyasla daha kısa vadeli olan ticari kredilerin faiz oranlarının, TCMB'nin faiz koridorunun üst sınırındaki hareketlere daha duyarlı olduğu görülmektedir. Tüketici kredilerinin faiz oranlarında 2012 yılının Şubat ayından bu yana sürmekte olan düşüş eğilimi TCMB'nin yılın son çeyreğinde almış olduğu faiz kararlarından sonra ivme kazanmıştır (Grafik 5.1.29). 2012 yılının ilk dokuz aylık döneminde yüksek seviyelerde yatay seyreden ticari kredi faiz oranlarında da TCMB'nin gecelik borç verme faiz oranında yaptığı kademeli indirimler sebebiyle yılın son çeyreğinde yaklaşık 250 baz puanlık bir gerileme kaydedilmiştir (Grafik 5.1.30).

Grafik 5.1.29.
Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.1.30.
TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler
(Akım Veriler, Yıllık Faizler, 4 Haftalık Hareketli Ortalama, Yüzde)

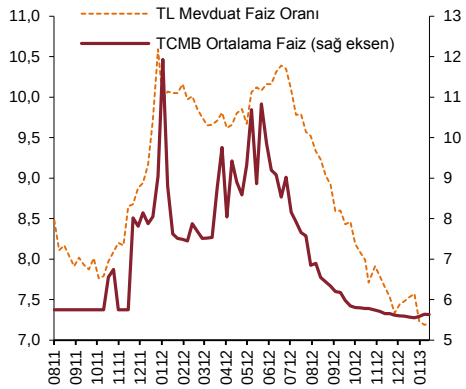


Kaynak: TCMB.

Bankaların Türk lirası cinsinden temin ettikleri kaynakların maliyetlerine dair gelişmeler de büyük ölçüde TCMB'nin 2012 yılının Eylül ayından itibaren aldığı faiz kararları doğrultusunda gerçekleşmiştir. Bankalar, en temel finansman kaynağı olan mevduatlara ödedikleri faiz oranını, yılın ikinci yarısında TCMB'nin ortalama fonlama faizini aşamalı olarak yaklaşık 500 baz puan indirmesine paralel olarak benzer bir oranda düşürmüştür. Diğer taraftan, bankaların yıl sonunda bilançolarını iyileştirme çabaları mevduata olan talebi artırmış ve bankalar arasındaki rekabetten dolayı mevduat faizlerinde 2012 yılının son iki

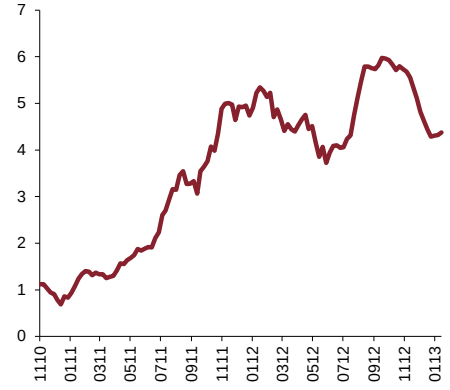
haftasında sınırlı bir artış kaydedilmiştir. Ancak bu artış Ocak ayının ilk haftasında yeniden geri alınmıştır (Grafik 5.1.31). Kasım ve Aralık aylarında ticari kredi faizlerindeki belirgin düşüş ticari kredi faizleri ile mevduat faizleri arasındaki farkın 150 baz puana yakın azalmasına yol açmıştır (Grafik 5.1.32). Bununla birlikte, Ocak ayının başı itibarıyla söz konusu faiz farkının seviyesi önceki yıllarda gözlenen aşırı kredi büyümesi dönemindeki düzeyine kıyasla halen yüksek seviyelerde bulunmaktadır.

Grafik 5.1.31
TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz



Kaynak: TCMB.

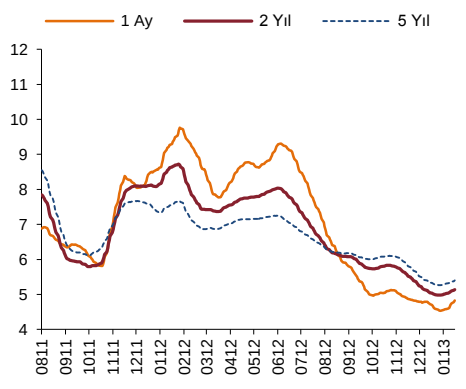
Grafik 5.1.32
TL Ticari Kredi Faizi – Mevduat Faizi Farkı



Kaynak: TCMB.

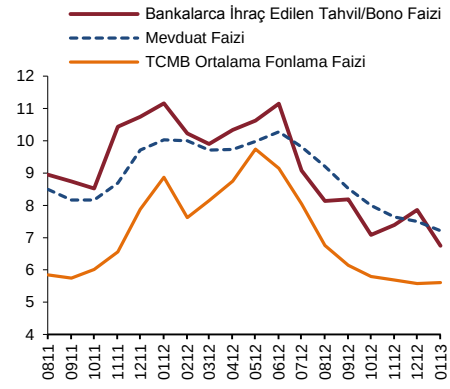
2012 yılının ikinci yarısında bankaların kısa vadeli TL likidite ihtiyaçlarının önemli ölçüde azalmasının etkisiyle, başta kısa vadeli işlemler olmak üzere her vadede TL kur takası işlemlerinde uygulanan faiz oranları gerilemiştir (Grafik 5.1.33).

Grafik 5.1.33
TL Kur Takası İşlemleri Faiz Oranları



Kaynak: Bloomberg.

Grafik 5.1.34
Bankalarca Yurt İçinde İhraç Edilen Tahvil ve Bonoların Birincil Piyasa Faiz Oranları



Kaynak: KAP, TCMB.

Toplam bilanço büyüklüğüne kıyasla halen çok düşük düzeylerde seyretmesine karşın, bankaların yurt içinde ihraç ettikleri tahvil ve bonolar,

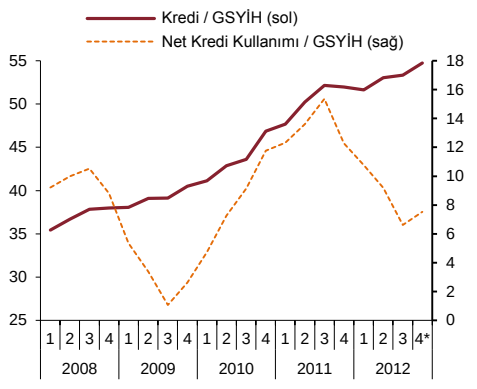
bankacılık sektöründe kullanımı giderek yaygınlaşan bir fon kaynağı olmaya başlamıştır. Bankalarca yurt içinde ihraç edilen tahvil ve bonoların birincil piyasa faizleri, TCMB ortalama fonlama faizindeki hareketlerle daha yakından ilişkili olmakla birlikte seviye olarak mevduat faizlerine yakın düzeylerde seyretmektedir (Grafik 5.1.34).

Rezerv opsiyonu mekanizmasının kullanım oranı temel olarak bankaların döviz cinsinden fon maliyetindeki gelişmelere bağlıdır. Nitekim, yakın dönemde rezerv opsiyonu katsayılarının yükseltilmesine karşın, bankaların döviz cinsinden fon maliyetinin Türk lirası fon maliyetine kıyasla hâlâ daha uygun olması nedeniyle rezerv opsiyonu mekanizmasının kullanım oranı yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Uluslararası piyasalardaki faiz oranlarının düşük seviyelerde olması, Türkiye'de yerleşik bankaların borçlanma risk primlerinde devam eden gerileme ve sınırlı olmasına karşın, DTH faizlerinde gözlenen düşüş, bankaların döviz cinsinden fon maliyetleri açısından sıkıntı yaşamadıklarını göstermektedir.

5.2. Kredi Hacmi ve Parasal Göstergeler

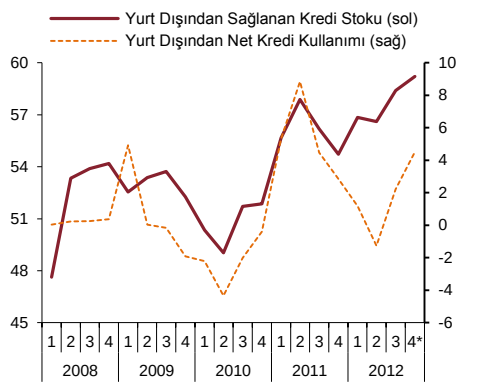
2010 yılında başlayan aşırı kredi genişlemesi süreci, TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinde uygulamaya koyduğu ve fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da açık şekilde gözeten yeni para politikası uygulamaları ve bunlarla eşgüdümlü olarak diğer kurumların uyguladığı politikalar neticesinde kontrol altına alınmıştır. Yurt içindeki bankalardan kredilerdeki değişimin (net kredi kullanımının) milli gelire oranı 2011 yılının üçüncü çeyreğinde zirve yapmış, ardından dört çeyrek boyunca istikrarlı şekilde gerilemiştir (Grafik 5.2.1).

Grafik 5.2.1.
Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı
(GSYİH'ye Oran, Yüzde, Yıllıklandırılmış)



* 2012 yılı son çeyrek verisi tahmindir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.2.
Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı (Milyar ABD Doları)

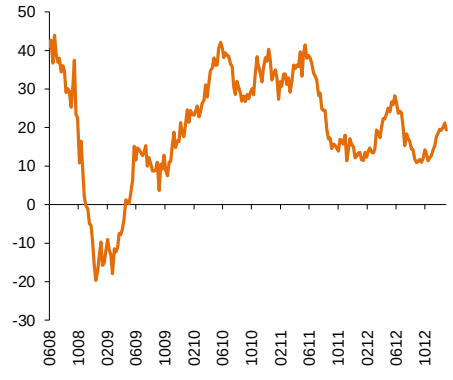


* Kasım 2012 itibarıyladır.
Kaynak: TCMB

Yurt içinde yerleşik firmaların yurt dışından net kredi kullanımında da 2010 yılından 2011 yılının ortalarına kadar olan dönemde belirgin bir ivmelenme, izleyen dört çeyrek boyunca ise bir yavaşlama kaydedilmiştir (Grafik 5.2.2). Üçüncü çeyrekte ve Ekim ayında reel kesimin yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlardan kullandığı net finansmanın sınırlı ölçüde arttığı gözlenmektedir. Böylelikle, firmaların yurt dışından sağladığı krediler 2012 yılının Kasım ayında 2011 yılının sonuna göre ABD doları cinsinden yüzde 8,2 oranında büyümüş bulunmaktadır.

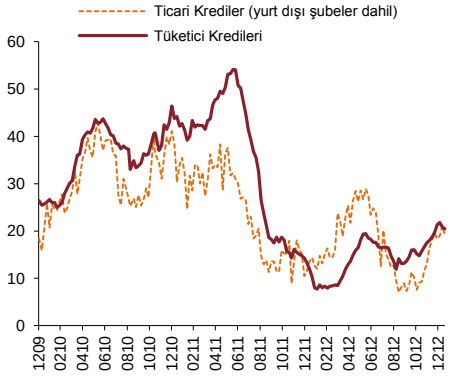
Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerin üç aylık büyüme eğilimi iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleştiği üçüncü çeyrekte yüzde 11 seviyelerine kadar gerilemişken, yılın son çeyreğinde kredi faizlerinin belirgin şekilde düşmesiyle canlanan kredi talebine ve genel olarak likidite koşullarının daha destekleyici olmasına bağlı olarak yeniden ivme kazanarak geçmiş yılların ortalamasına yakınsamıştır (Grafik 5.2.3). Söz konusu gelişmelere bağlı olarak, finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak 2012 yılı sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 18,4, dördüncü çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda ise yüzde 19,3 oranında bir büyüme kaydetmiştir. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinde tüketici kredilerinde ve ticari kredilerde belirgin bir ivmelenme meydana gelmiştir (Grafik 5.2.4). Böylelikle sermaye girişlerinin de canlandığı son çeyrekte, kredilerde yıl içinde öngörülen artış oranlarından daha hızlı bir artış oranı gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin önemine işaret etmektedir.

Grafik 5.2.3.
Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı
(Toplam Kredi Artış Hızı: 13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.4.
Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları
(Nominal, Kur Etkisinden Arındırılmış, 13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)

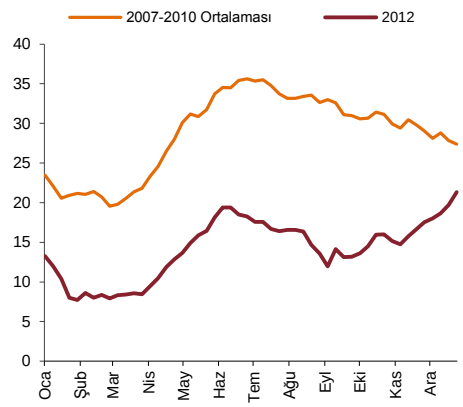


Kaynak: TCMB.

Tüketici kredilerinin faiz oranlarında yıl başından itibaren gözlenen ılımlı düşme eğilimi son çeyrekte kuvvetlenmiştir. Tüketici güveninde Kasım ve Aralık

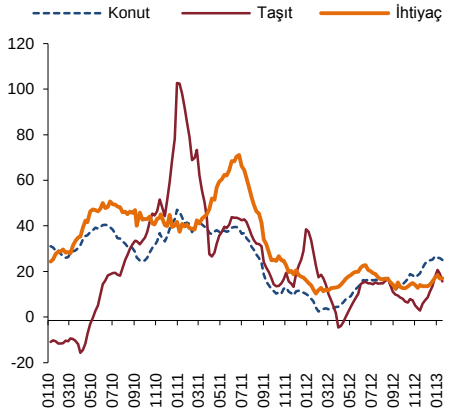
aylarında kaydedilen iyileşme ve düşen faiz oranları hanehalkı kredi talebinin canlanmasına yol açmıştır. Üçüncü çeyrekte önceki yıllardaki ortalama eğilime kıyasla daha zayıf bir seyir izlemiş olan tüketici kredilerindeki büyüme yılın son çeyreğinde önceki yıllarda gözlenen ortalama eğilimn aksi yönünde hareket ederek önemli ölçüde ivmelenmiştir (Grafik 5.2.5). Alt kalemler itibarıyla incelendiğinde tüketici kredilerindeki artışın büyük ölçüde konut kredilerinden ve daha sınırlı olarak taşıt kredilerinden kaynaklandığı görülmektedir (Grafik 5.2.6). İhtiyaç kredilerindeki büyüme ise yılın ikinci yarısında genel olarak yatay seyretmiş, ancak Aralık ayında bir miktar hızlanmıştır.

Grafik 5.2.5.
Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması (13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

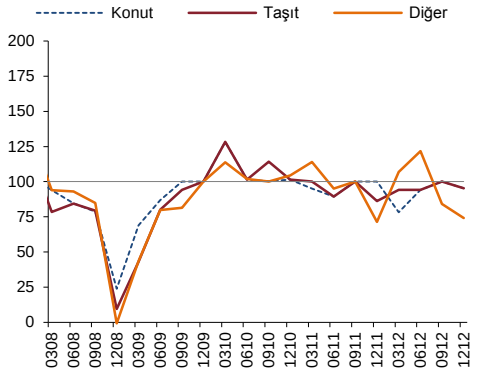
Grafik 5.2.6.
Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

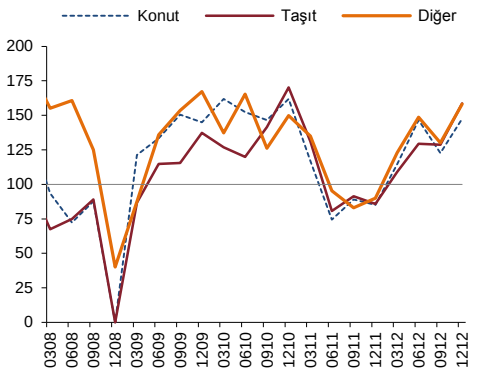
Tüketici kredilerinin alt kalemlerinde gözlenen bu ayrışma daha çok bankaların tercihinden kaynaklanmakta, hanehalkının kredi talebinde böyle bir ayrışma gözlenmemektedir. Nitekim, 2012 yılının son çeyreğine dair Banka Kredileri Eğilim Anketi sonuçlarına göre, tüketicilerin kredi talebinde belirgin bir artış olduğu göze çarparken, bankaların konut ve taşıt kredilerine ilişkin standartlarda önemli bir değişime gitmedikleri, ancak ihtiyaç kredilerine ilişkin standartlarda genel iktisadi faaliyete dair kaygılar nedeniyle sıkılaştırmaya devam ettikleri görülmektedir (Grafik 5.2.7 ve Grafik 5.2.8). Diğer taraftan, bankalar 2013 yılının ilk çeyreğinde bireysel kredi talebinde tüm alt kalemlerde artış beklediklerini bildirmiştir.

Grafik 5.2.7.
Tüketici Kredileri Standartları
(Net Değişim)



*Bankalara kredi standartlarının ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Gevşetme+Çok Gevşetme)-(Biraz Sıkılaştırma+Çok Sıkılaştırma)+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

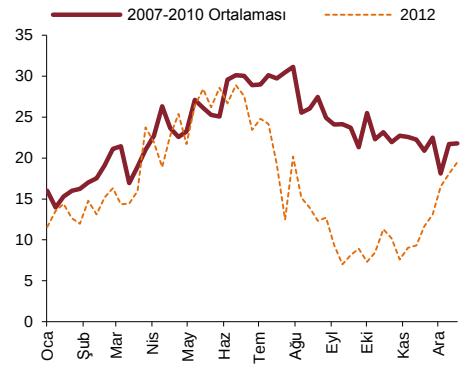
Grafik 5.2.8.
Tüketici Kredileri Talebi
(Net Değişim)



*Bankalara kredi talebinin ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi talebindeki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Artış+Çok Artış)-(Biraz Azalma+Çok Azalma)+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi talebindeki artışı ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

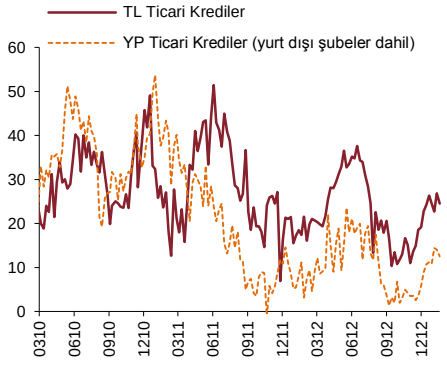
2012 yılının ikinci yarısında keskin şekilde yavaşlamış olan ticari kredilerin büyüme eğilimi Kasım ayından itibaren belirgin bir toparlanma sürecine girmiştir (Grafik 5.2.9).

Grafik 5.2.9.
Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.10.
TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları
(13 Haftalık Yıllıklandırılmış, Hareketli Ortalama, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)



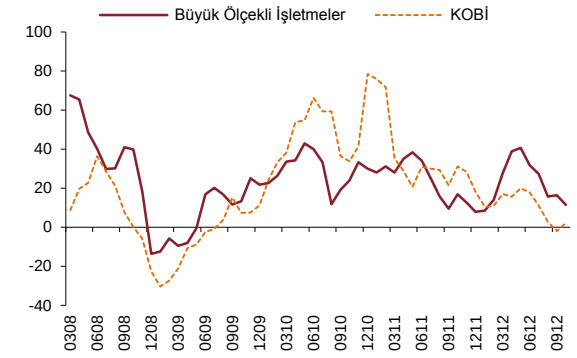
Kaynak: TCMB.

Bankaların Kredi Eğilim Anketi'ne verdikleri yanıtlar şirketlerin (özellikle de KOBİ'lerin) kredi talebinde artış olduğunu göstermektedir. Kredi talebi vadeye göre ele alındığında ise kısa vadeli kredi talebinin değişmediği, uzun vadeli kredi talebinde bir miktar artış olduğu gözlenmektedir. Firmaların borçlarını yeniden yapılandırmaları ile stok artırımı ve işletme sermayesi ihtiyacı yılın son çeyreğinde işletmelerin kredi talebini belirleyen başlıca unsurlar olmuştur. Ayrıca, son çeyrekte yatırım amaçlı kredi talebindeki azalışın durmuş olması dikkat çekici bir gelişme olmuştur. Nitekim, ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanında kullanılan yabancı para cinsinden ticari kredilerin Kasım ayından itibaren Türk

lirası cinsinden açılan ticari kredilerdeki eğilime paralel olarak ivme kazanması da yatırım amaçlı kredi talebinin artmaya başladığına işaret etmektedir (Grafik 5.2.10).

İşletmelere verilen krediler ölçekler ayrımında incelendiğinde, 2012 yılının Eylül ve Ekim aylarında KOBİ'lere açılan kredilerde belirgin bir yavaşlama gözlenmektedir (Grafik 5.2.11). Ancak, Kasım ayından itibaren söz konusu eğilimin tersine döndüğü tahmin edilmektedir.

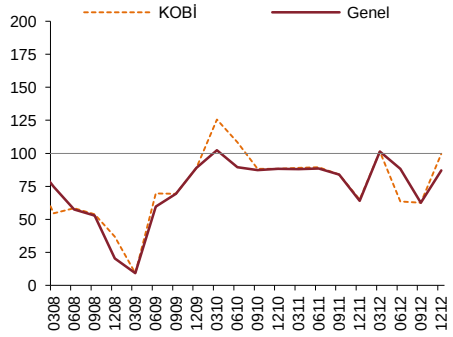
Grafik 5.2.11.
Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları
(Nominal, Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllıklandırılmış Aylık Büyüme, 3 Aylık Hareketli Ortalama, Yüzde)



Kaynak: BDDK.

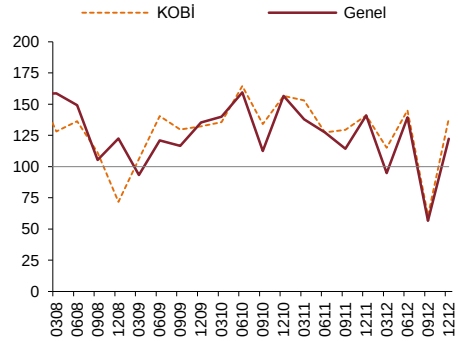
Bu durum bankaların iktisadi faaliyete ilişkin kötüleşen beklentiler ve sermaye yeterliliğine dair kısıtlar nedeniyle ikinci çeyrekten itibaren kredi standartlarını sıkılaştırmasından kaynaklanmıştır. Yılın son çeyreği itibarıyla ise KOBİ'lere verilen kredilere ilişkin standartların iyileşme eğiliminde olduğu gözlenmektedir (Grafik 5.2.12).

Grafik 5.2.12.
İşletmelere Verilen Kredilere İlişkin Standartlar
(Net Değişim)



*Bankalara kredi standartlarının ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi arzındaki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Gevşetme+Çok Gevşetme)-(Biraz Sıkılaştırma+Çok Sıkılaştırma)+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi standartlarındaki gevşemeyi ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.13.
İşletmelerin Kredi Talebi
(Net Değişim)



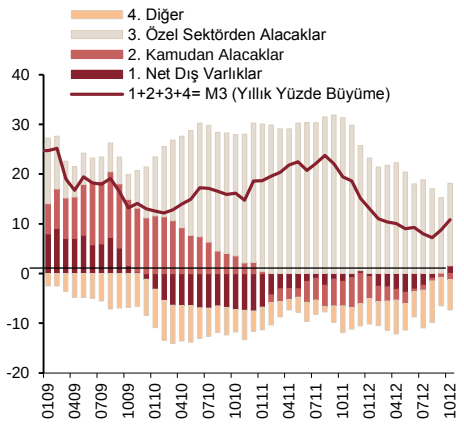
*Bankalara kredi talebinin ne yönde değiştiği sorulmaktadır. Yanıtların yüzdeleri kullanılarak hesaplanan net eğilimler kredi talebindeki değişimin yönünü göstermektedir. Endeks, (Biraz Artış+Çok Artış)-(Biraz Azalma+Çok Azalma)+100 şeklinde hesaplanmıştır. Endeksin 100'ün üzerinde olması kredi talebindeki artışı ifade etmektedir.
Kaynak: TCMB.

Yılın son çeyreğinde işletmelerin ve hanehalkının kredi talebinde gözlenen canlanmanın 2013 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi beklenmektedir. Buna karşın, bankaların 2012 yılının ilk üç çeyreğinde sıkılaştırmış oldukları kredi koşullarını yılın son çeyreğinde artan talebe rağmen pek değiştirmemiş oldukları dikkat çekmektedir. Ancak, kredi talebinin daha da kuvvetlenmesi ihtimali ve bankalar arasındaki rekabetin artması, destekleyici likidite koşullarının da etkisiyle bankaları kredi arzını gevşetmeye sevk edebilecektir. TCMB bu durumda uygun bir politika bileşimi vasıtasıyla kredi büyümesini sınırlayacak tedbirleri alacaktır.

Parasal Göstergeler

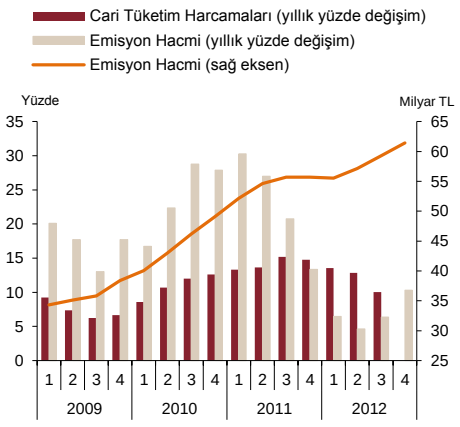
Özel sektöre açılan kredilerdeki artışa paralel olarak M3 tanımlı para arzının yıllık büyümesi yılın son çeyreğinde artış eğilimine girmiştir. Buna karşın kamudan alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeyi sürdürmüştür. Öte yandan uzun bir aradan sonra net dış varlıklar kaleminin tekrar pozitif değerler almaya başladığı görülmektedir. Bu gelişmede, TCMB'nin dış varlıklarındaki artış etkili olmuştur. Son olarak diğer kalemi, banka kârlılıklarına paralel olarak bankacılık sektörü için mevduat dışı fon kaynağı yaratma gücünü korumaktadır (Grafik 5.2.14). Mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacmi, 2009 yılı sonrasında sergilediği güçlü eğilimin ima ettiği seviyenin altında kalmış olsa da, yıllık artış hızı üçüncü çeyrekten sonra yılın dördüncü çeyreğinde de artmaya devam etmiştir. (Grafik 5.2.15). Daha çok nakit işlemlerde ödeme aracı olarak kullanılan emisyon kalemi cari tüketim harcamalarındaki gelişmelerle paralellik sergilemektedir. Yılın son çeyreğinde emisyon hacminde gözlenen yükseliş iktisadi faaliyetteki ılımlı artış beklentisi ile uyumludur.

Grafik 5.2.14.
M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri
(M3'ün Yıllık Büyümesine Katkılar)



Kaynak: TCMB.

Grafik 5.2.15.
Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları*
(Mevsimsellikten Arındırılmış)



*Tüketim harcamaları cari fiyatlarla mobilya, ev aletleri ve ulaştırma haberleşme hariç özel tüketim ve kamu tüketimini içermektedir.
Kaynak: TÜİK,TCMB.

Kutu 5.1 Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı

2008-2009 küresel krizi düşük ve istikrarlı enflasyonun tek başına makroekonomik istikrarı garanti etmediğini göstermiştir (Borio, 2011). Bu çerçevede, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra finansal istikrara da katkı yapan bir merkez bankacılığı çerçevesi akademisyenler ve politika yapıcılar arasında tartışılmaya başlanmıştır. Bu bağlamda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının son çeyreğinden itibaren yeni politika bileşimi adıyla hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözeten esnek bir para politikası uygulamaya başlamıştır (Başçı ve Kara, 2011).

TCMB'nin uyguladığı bu esnek para politikasında politika faizi, faiz koridoru, likidite yönetimi ve zorunlu karşılık oranları gibi araçlar bir arada kullanılmaktadır (TCMB, 2012). Ayrıca TCMB, 2011 Eylül ayından bu yana bankalara Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkânı tanıyan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'nı uygulamaktadır.

TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB'ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temel olarak sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir (TCMB, 2012). Bu mekanizma sayesinde TCMB'nin döviz rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankaların döviz likiditelerinin desteklenmesinin yanı sıra, sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve finansal piyasalar üzerindeki etkileri de yumuşatılmaya çalışılmaktadır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012). ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenmektedir, çünkü bu mekanizma bankalara döviz varlıklarını likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilme imkânı sunmaktadır.

Bu kutuda, GARCH modelleri kullanılarak TCMB tarafından uygulanan söz konusu mekanizmanın döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışmada günlük frekansta kur verisi kullanılmıştır. 0,5*(Euro/TL) + 0,5*(USD/TL) hesaplanarak döviz sepet kuru oluşturulmuş ve bunun günlük değişimi elde edilmiştir. Veri seti 15.10.2010 – 15.10.2012 tarihleri arasını kapsamaktadır.[1]

[1] Başlangıç tarihinin 15.10.2010 olarak seçilmiş olmasının nedeni, bu tarihten itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesidir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi zorunlu karşılıkların etkin bir politika aracı olarak kullanılabilmesi için önkoşul olarak kabul edilmektedir.

Öncelikle, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının uygulamaya konulmasından sonra döviz kuru oynaklığının nasıl değiştiğini tespit etmek için aşağıda tanımlanan GARCH (1,1) modeli kullanılmıştır.[2] Model 1'de kur sepetinin değişimi seviye denklemindeki bağımlı değişken olarak yer alırken, ROM'un uygulandığı dönem için varyans denkleminde kukla değişken tanımlanmıştır.

Model 1:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 R_{t-1} + \beta_2 R_{t-4} + \beta_3 R_{t-5} + \varepsilon_t \qquad (1.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t) \qquad (1.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 D_{ROM} + u_t \qquad (1.c)$$

Model 1'de kullanılan değişkenlerin açıklamaları aşağıda yer almaktadır:

$R_t = \ln(p_t / p_{t-1}) * 100$, p_t: kur sepetinin değeri

$$D_{ROM} = \begin{cases} 0, ROM'un\ başlangıcından\ önceki\ günler, (15.10.2010 - 29.09.2011) \\ 1, ROM'un\ başlangıcından\ sonraki\ günler, (30.09.2011 - 15.10.2012) \end{cases}$$

Model sonuçlarına bakılarak, ROM'un uygulandığı dönemde kur oynaklığında bir azalış olduğu ve bu azalışın istatistiki olarak yüzde 1 seviyesinde anlamlı olduğu görülmüştür (Tablo 1)[3].

Tablo 1. Model Sonuçları

Varyans Denklemi		
	Katsayılar	Olasılık
C	0.009	0.007
ε_{t-1}^2	0.021	0.226
h_{t-1}	0.960	0.000
D_{ROM}	-0.007	0.003

[2] GARCH(1,1) modelinin diğer GARCH spesifikasyonlarına tercih edilmesinin nedeni literatürde ve piyasa analizlerinde oynaklığın modellenmesinde en çok kullanılan GARCH modelinin GARCH(1,1) olmasıdır.

[3] Döviz kuru oynaklığı incelendiği için sadece varyans denkleminin sonuçları verilmiştir.

Döviz kuru oynaklığının azalışı üzerinde Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının etkisini diğer faktörlerden ayrıştırmak amacıyla aşağıda tanımlanan GARCH (1,1) modeli kullanılmıştır. Model 2'de Model 1'e benzer şekilde kur sepetinin değişimi (R_t) seviye denklemindeki bağımlı değişken olarak yer alırken, ROM'un etkisini ölçmek amacıyla ROM kapsamında Türk lirası zorunlu karşılıklar için tutulan döviz miktarı (ROM_t) varyans denkleminde yer almıştır. Model 2'de ayrıca, küresel sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları iyi yansıtan VIX endeksinin değişimi ($RVIX_t$), TCMB'nin ihale veya müdahale yoluyla sattığı döviz miktarı (DMS_t) ve TCMB'nin ek parasal sıkılaştırma (EPS) yaptığı günlerde "1" değerini alan (D_{EPS}) kukla değişkeni kontrol değişkenleri olarak yer almıştır.[4,5,6]

Model 2'de kullanılan değişkenlerin açıklamaları aşağıda yer almaktadır:

Model 2:

$$R_t = \beta_0+\beta_1 R_{t-1}+\beta_2 R_{t-4} + \beta_3 RVIX_t + \beta_4 DMS_t + \beta_5 D_{EPS} + \beta_6 ROM_t + \varepsilon_t \quad (2.a)$$

$$\varepsilon_t \sim N\,(0, h_t) \quad (2.b)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_2 h_{t-1} + \alpha_3 RVIX_t + \alpha_4 DMS_t + \alpha_5 D_{EPS} + \alpha_6 ROM_t + u_t \quad (2.c)$$

$$RVIX_t = \ln\left({VIX_t}/{VIX_{t-1}}\right) * 100, \; VIX_t\text{: VIX değeri}$$

$$DMS_t = \frac{\text{TCMB'nin ihale veya müdahale yoluyla sattığı döviz miktarı}}{\text{TCMB'nin brüt döviz rezervi}}$$

$$D_{EPS} = \begin{cases} 0, diğer\ günler \\ 1, ek\ parasal\ sıkılaştırmanın\ yapıldığı\ günler \end{cases}$$

$$ROM_t = \frac{\text{ROM kapsamında Türk lirası zorunlu karşılıklar için tutulan döviz miktarı}}{\text{TCMB'nin brüt döviz rezervi}}$$

Model 2'nin sonuçları Tablo 2'de gösterilmektedir. Buna göre, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının kur oynaklığını düşürücü yönde etkili olduğu ve bu etkinin istatistiki olarak yüzde 5 seviyesinde anlamlı olduğu görülmüştür. Ayrıca EPS'nin de kur oynaklığını düşürücü yönde yüzde 5 seviyesinde anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç Akçelik, Ermişoğlu, Oduncu ve Taşkın (2012) notunda ulaşılan sonuçla paraleldir.

[4] Döviz oynaklığını inceleyen literatürdeki benzer çalışmalarda da VIX endeksi kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir.(Cairns et al. 2007)
[5] Akçelik, Ermişoğlu, Oduncu ve Taşkın (2012) ek parasal sıkılaştırmanın kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğunu göstermiştir. Bu yüzden EPS kukla değişkeni modele dâhil edilmiştir. Ayrıca TCMB'nin ihale veya müdahale yoluyla sattığı döviz miktarının döviz kuru oynaklığı üzerinde etkili olma ihtimali nedeniyle bu değişken modele dâhil edilmiştir.
[6] ROM_t ve DMS_t değişkenleri TCMB'nin brüt döviz rezervine bölünerek seriler normalize edilmiştir.

Tablo 2. Model Sonuçları

Varyans Denklemi		
	Katsayılar	Olasılık
C	0.016	0.036
ε_{t-1}^2	0.001	0.967
h_{t-1}	0.956	0.000
$RVIX_t$	0.002	0.070
DMS_t	0.792	0.555
D_{EPS}	-0.012	0.043
ROM_t	-0.048	0.032

Özetle, Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının döviz kuru üzerindeki etkisinin analiz edildiği bu çalışmada, ROM'un incelenen dönemde kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak ROM'un sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasında etkin bir politika aracı olduğu düşünülmektedir.

Kaynakça:

Akçelik, Y., Ermişoğlu, E., Oduncu, A. ve Taşkın, T. (2012). "Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi". TCMB Ekonomi Notu No: 12/30.

Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012). "Rezerv Opsiyonu Mekanizması". TCMB Ekonomi Notu No: 12/28.

Başçı, E. ve Kara, H. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası". TCMB Çalışma Tebliği 11/08.

Borio, Claudio (2011). "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" BIS Working Papers No. 353.

Cairns, J., Corrinne, H. ve McCauley, R. (2007). "Exchange Rates and Global Volatility: Implications for Asia-Pasific Currencies," *BIS Quarterly Review*, March 2007.

Oduncu, A., Akçelik, Y. ve Ermişoğlu, E. (2013). "Reserve Options and FX Volatility". TCMB Çalışma Tebliği. (yayımlanma aşamasında)

TCMB (2012). "2013 Yılı Para ve Kur Politikası", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Kutu 5.2 TCMB Para Politikası ve ABD Doları/TL Döviz Kuru Beklentileri: Ülkelerarası Karşılaştırma

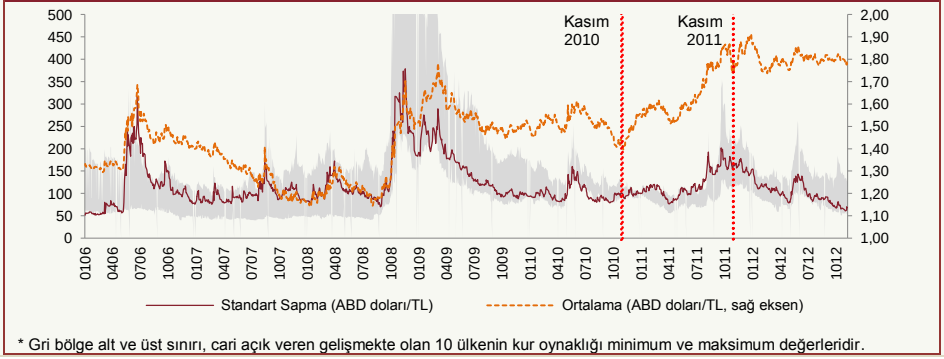
TCMB, küresel krizin ardından gelişmiş ülkelerin uyguladığı parasal genişleme politikaları sonrasında artan kısa vadeli sermaye akımlarının oluşturduğu finansal risklerin önüne geçebilmek için Kasım 2010'dan itibaren yeni politika bileşimine geçmiş, fiyat istikrarı politikası ile çelişmemek kaydıyla birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını kullanmaya başlamıştır.[7] Kasım 2011'den itibaren ise fiyat istikrarı ve finansal istikrar politikaları çerçevesinde döviz kurunda aşırı oynaklığa kayıtsız kalınmayacağı sinyalini veren bir yaklaşım görülmektedir. Bu dönemde, aşırı kur oynaklığına karşı bir politika aracı olarak rezerv opsiyonu mekanizması aşamalı olarak uygulamaya konulmuş ve faiz koridorunun üst sınırı aktif olarak kullanılarak ek parasal sıkılaştırma yapılmıştır.[8] Bu bağlamda, izlenen bu politikanın ABD doları/TL döviz kurunun oynaklığını azaltmasının yanı sıra, sırasıyla döviz kurunun asimetrik hareket beklentilerini ve her iki yöndeki aşırı hareket beklentilerini yansıtan kurdaki çarpıklık ve basıklığı da azaltması beklenebilir.

Bu kutu, Değerli ve Fendoğlu (2013) çalışmasının bulguları kapsamında, döviz kuru beklentilerinin dağılımına ilişkin göstergelerin zaman içindeki seyrini inceleyerek TCMB politikalarının etkisine dair çıkarımlarda bulunmaktadır. Söz konusu çalışmada Malz (1997), Aydın, Değerli ve Özlü (2010) çalışmaları esas alınarak, Türkiye ve benzeri gelişmekte olan ülke döviz kurlarının beklenti dağılımları incelenmektedir. Opsiyon sözleşmeleri kullanılarak elde edilen döviz kuru dağılımlarından her ülke için oynaklık, çarpıklık ve basıklık istatistikleri hesaplanarak, ABD doları/TL kurunun yüksek momentlerinin benzer ülkelere göre görece durumu ve yakın dönem TCMB para politikasının bu momentlere etkisi incelenmiştir.[9]

Türkiye ve Benzer Gelişmekte Olan Ülkeler Karşılaştırması

Bu bölümde ABD doları/TL kurunun oynaklık, çarpıklık ve basıklık seviyesi, benzer gelişmekte olan ülke kurlarıyla karşılaştırılmıştır (sırasıyla Grafik 1, 2 ve 3).

Grafik 1: ABD Doları/TL Kuru Beklentilerinin Standart Sapması*

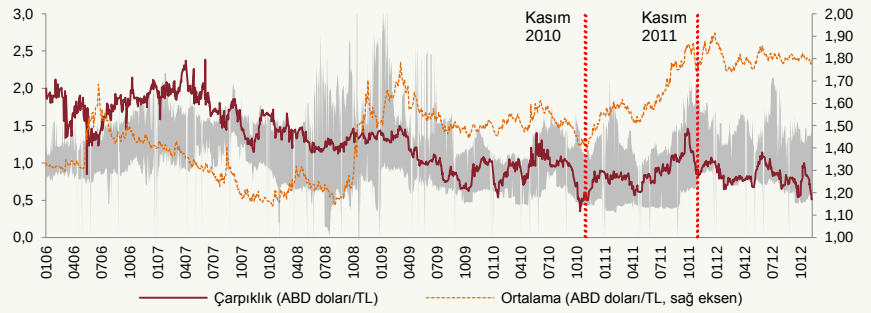


* Gri bölge alt ve üst sınırı, cari açık veren gelişmekte olan 10 ülkenin kur oynaklığı minimum ve maksimum değerleridir.

[7] Bu araçlarla ilgili detaylar için bkz. Başçı ve Kara (2011) ve Kara (2012).
[8] Detaylar için bkz. Alper, Kara, Yörükoğlu (2012), Akçelik vd. (2012), Küçüksaraç ve Özel (2012).
[9] Kullanılan veri seti ve metodoloji ile ilgili ayrıntılar için bkz. Değerli ve Fendoğlu(2013).

Grafik 1, ABD doları/TL kur oynaklığının Kasım 2010 döneminde diğer ülke kurlarına göre yükseldiğini ancak faiz koridorunun üst sınırının aktif olarak kullanıldığı Kasım 2011 dönemi sonrası göreli olarak azalmaya başladığını ve 2012 yılı ortalarından itibaren oldukça düşük seviyelere geldiğini göstermektedir.[10]

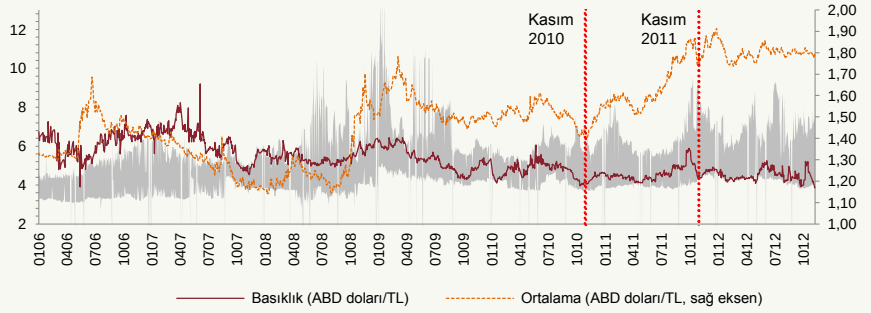
Grafik 2: ABD Doları/TL Kuru Beklentilerinin Çarpıklığı*



* Gri bölge alt ve üst sınırı, cari açık veren gelişmekte olan 10 ülkenin kur çarpıklığı minimum ve maksimum değerleridir.

Grafik 2, Türkiye'nin özellikle Kasım 2011'den itibaren benzer GOÜ'lere göre orta ya da düşük derecede kur çarpıklığına sahip olduğunu göstermektedir. Bu durum, ani sermaye duraksaması (*sudden stop*) dönemlerinde görülen kurdaki ani değer kaybı beklentilerinin (yüksek kur çarpıklığının) Türkiye için diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha az olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Grafik 3: ABD Doları/TL Kuru Beklentilerinin Basıklığı*



* Gri bölge alt ve üst sınırı, cari açık veren gelişmekte olan 10 ülkenin kur basıklığı minimum ve maksimum değerleridir.

Grafik 3, ABD doları/TL kurunun özellikle Kasım 2011 sonrasında benzer GOÜ'lere göre düşük derecede basıklık değerine sahip olduğunu göstermektedir. Bu, piyasaların TL'nin aşırı değerlenme ya da aşırı değer kaybetme beklentilerinin benzer ülke kurlarına göre daha düşük olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle uç risklerin (tail risks) daha sınırlı olduğu bir durum söz konusudur. Bu gözlem, Merkez Bankası'nın kurdaki potansiyel aşırı oynaklığa kayıtsız kalmama yönündeki yaklaşımının piyasa tarafından inandırıcı bulunduğu şeklinde yorumlanabilir.

[10] Oynaklık, elde edilen riske duyarsız kur beklenti dağılımının standart sapması olarak hesaplanmıştır. Standart sapma, kurdan kura ölçü (scale) farklılığı gösterdiği için normalizasyon yapılmıştır (3 Ocak 2011 =100). Grafikteki "ortalama" ifadesi her bir gün için elde edilen riske duyarsız döviz kuru dağılımının ortalama (mean) değerini göstermektedir.

Kur momentlerindeki bu değişim, izlenen politikaların bir sonucu olabileceği gibi ikinci döneme has genel dış konjonktürden de kaynaklanmış olabilir. Bu nedenle, anılan dönemlerdeki momentleri ve ABD doları/TL kurunun diğer GOÜ kurlarına göre sıralamasını sunmak faydalı olacaktır.

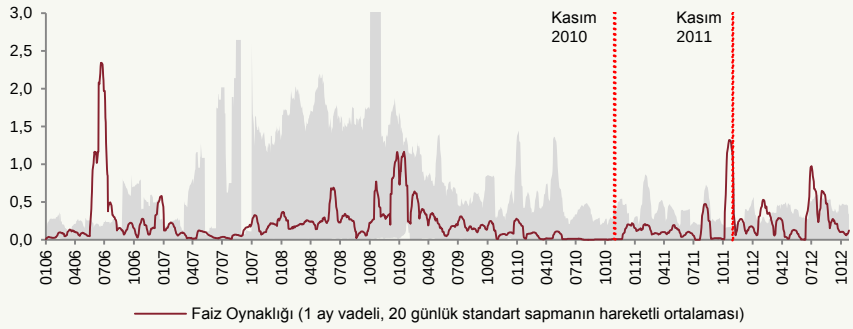
Tablo 1: İma Edilen ABD doları/TL Kur Beklenti Momentlerinin Dönemler Arası Karşılaştırılması ve Benzer GOÜ'lere Göre Sıralaması (Sıralama: 11=en düşük). Günlük Değerlerin Ortalaması Alınmıştır.

(1) Dönem	(2) Ortalama	(3) Maksimum	(4) Minimum	(5) Standart Sapma	(6) Sıralama
	OYNAKLIK				
Ocak 2006 – Ekim 2008 (Küresel Kriz Öncesi Dönem)	108,83	324,67	51,61	40,64	3,47
Ocak 2006 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	118,59	378,49	51,61	49,64	4,94
Kasım 2010 – Eylül 2011 (Yeni Politika Bileşimi: Birinci Dönem)	**113,28**	**201,57**	**76,75**	**25,95**	**2,90**
Aralık 2011 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi: İkinci Dönem)	**104,74**	**158,61**	**61,14**	**24,61**	**7,04**
	ÇARPIKLIK				
Ocak 2006 – Ekim 2008 (Küresel Kriz Öncesi Dönem)	1,62	2,39	0,85	0,29	1,72
Ocak 2006 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	1,37	2,38	0,35	0,40	3,12
Kasım 2010 – Eylül 2011 (Yeni Politika Bileşimi: Birinci Dönem)	**0,84**	**1,46**	**0,50**	**0,17**	**5,99**
Aralık 2011 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi: İkinci Dönem)	**0,83**	**1,14**	**0,51**	**0,13**	**7,31**
	BASIKLIK				
Ocak 2006 – Ekim 2008 (Küresel Kriz Öncesi Dönem)	5,92	9,19	3,91	0,73	1,41
Ocak 2006 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)	5,59	9,19	3,90	0,78	2,88
Kasım 2010 – Eylül 2011 (Yeni Politika Bileşimi: Birinci Dönem)	**4,51**	**5,06**	**4,04**	**0,21**	**7,43**
Aralık 2011 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi: İkinci Dönem)	**4,51**	**5,25**	**3,85**	**0,29**	**7,78**

Tablo 1'deki en çarpıcı sonuç, Kasım 2011 döneminden sonra benzer GOÜ'lerle karşılaştırıldığında, ABD doları/TL kurunda özellikle oynaklık bağlamında hatırı sayılır bir değişim gözlenmesidir (sıralama 2,90'dan 7,04'e düşmektedir; sütun 6). Bu sonuç, ABD doları/TL kur oynaklığının aktif politika döneminde düşük olmasının dış konjonktür kaynaklı sebeplerden ziyade politika kaynaklı olduğu şeklinde yorumlanabilir. Döviz kuru çarpıklığı bağlamında da, ABD doları/TL kurunda beklenen değer kaybının (diğer ülke kurlarına göre) daha az olduğu görülmektedir (sıralama 5,99'dan 7,31'e düşmektedir; sütun 6). ABD doları/TL kuru basıklığında ise iki dönem arasında belirgin bir farklılaşma gözlenmemektedir (sıralama 7,43'den 7,78'e düşmektedir; sütun 6). Küresel kriz öncesi dönem veya yeni politika bileşimi öncesi referans dönemlerine göre ise, kurdaki çarpıklıkta ve basıklıkta görece olarak önemli bir düşüş gözlenmektedir. ABD doları/TL kuru referans dönemlerde benzer GOÜ'ler arasında en yüksek çarpıklık ve basıklık değerlerine sahip iken, yeni politika bileşimi ile çarpıklık ve basıklık değerleri göreli olarak önemli ölçüde düşüş göstermiştir. Özellikle basıklık değerindeki görece düşüş daha dikkat çekici boyuttadır. Bu durum, kullanılan yeni politika araçlarının TL üzerindeki olası aşırı değerlenme/ değer-kaybetme baskısını sınırladığını göstermektedir.

Not etmek gerekir ki, bu dönemde kur oynaklığının azaltılması sırasında faiz koridoru gibi araçlar çerçevesinde kısa dönemli faizlerde oynaklık artışı gözlenmiştir. Ortalama faiz oynaklığı, özellikle ek politika araçlarının devreye sokulduğu ikinci dönemde artmaktaysa da, bu politikaların, diğer gelişmekte olan ülkelere göre faiz oynaklığında göreli pozisyonumuzu sınırlı oranda etkilediği belirtilebilir (Grafik 4 ve Tablo 2).[11]

Grafik 4: Faiz Oynaklığı Dönemler Arası Karşılaştırma (Aktif Kur Politikası Dönemi ve Öncesi)



Tablo 2: Faiz Oynaklığının Dönemler Arası Karşılaştırılması ve Benzer GOÜ'lere Göre Sıralaması (Sıralama: 11=en düşük)

FAİZ OYNAKLIĞI						
(1) Dönem		(2) Ortalama	(3) Maksimum	(4) Minimum	(5) Standart Sapma	(6) Sıralama
Ocak 2007 – Ekim 2010 (Yeni Politika Bileşimi Öncesi Dönem)		0,19	1,16	0,001	0,21	4,34
Kasım 2010 – Kasım 2012 (Yeni Politika Bileşimi)	Tüm Dönem	**0,22**	**1,32**	**0,00**	**0,25**	**3,71**
	Birinci Dönem	**0,11**	**0,47**	**0,00**	**0,10**	**4,49**
	İkinci Dönem	**0,26**	**0,97**	**0,001**	**0,22**	**3,20**

Sonuç olarak, TCMB tarafından son dönemde uygulamaya konulan çeşitli politika araçlarının potansiyel etkisiyle, ABD doları/TL kurunun diğer döviz kurlarına göre oynaklık, çarpıklık ve basıklıkta daha düşük bir seviyede seyrettiğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar Merkez Bankası'nın kurdaki aşırı oynaklığa kayıtsız kalmayacağına dair verdiği sinyallerin inandırıcı bulunduğunu göstermektedir. Özellikle aşırı değer kaybetme ya da aşırı değer kazanma beklentilerini ifade eden kur basıklığının yeni politika bileşimi sonrası göreli olarak kayda değer bir düşüş göstermesi, iktisadi birimlerin ani duruş olasılığına atfettikleri ağırlığın azaldığını ortaya koymaktadır.

[11] Faiz olarak, 1 ay vadeli bankalararası faiz oranı kullanılmıştır. Faiz oynaklığı hesaplanırken, 20 günlük hareketli pencerelerin standart sapması kullanılmıştır.

Kaynakça:

Akçelik, Y., Ermişoğlu, E., Oduncu, A., Taşkın, T. 2012. Ek Parasal Sıkılaştırmanın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi. TCMB Ekonomi Notu, No. 12/30.

Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M. 2012. Rezerv Opsiyonu Mekanizması. TCMB Ekonomi Notu, No. 12/28.

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

Başçı, E., Kara, H. 2011. Finansal İstikrar ve Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği No.11/08.

Değerli, A., Fendoğlu S. 2013. Döviz Kuru Beklentileri ve TCMB Para Politikası. TCMB Ekonomi Notu, No. 13/02.

Kara, A. H. 2012. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, TCMB Çalışma Tebliği No.12/17.

Küçüksaraç, D., Özel, Ö. 2012. Reserve Options Mechanism and Computation of Reserve Options Coefficients. TCMB Ekonomi Notu, No. 12/33.

Malz, A. 1997. Estimating the Probability Distribution of the Future Exchange Rate from Option Prices. Journal of Derivatives 5(2), 18-36.

Rigobon, R., Sack, B. 2004. The Impact of monetary policy on asset prices. Journal of Monetary Economics 51, 1553-1575.

6. Kamu Maliyesi

2012 yılında bütçe performansının geçen yıla göre bir miktar bozulduğu gözlenmektedir. Bu gelişmede, faiz dışı harcamalar içinde önemli bir yer tutan personel giderleri ile sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki artışların önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Buna ilaveten, iktisadi faaliyette gözlenen dengelenme sürecine bağlı olarak büyümenin kompozisyonunda meydana gelen değişimin vergi gelirlerinin artış hızında yol açtığı belirgin yavaşlama ve "Bazı Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması Kanunu" kapsamında sağlanan gelirlerin bir önceki yıla göre azalmasının neden olduğu olumsuz baz etkisi, gelir kanalıyla bütçe performansındaki bozulmaya katkıda bulunmuştur (Kutu 6.1). Bununla birlikte, Eylül ayında uygulamaya koyulan mali önlemler çerçevesinde motorlu taşıtlar, akaryakıt ve alkollü içeceklerdeki vergi oranlarının artırılması ve Kasım ayından itibaren iktisadi faaliyette gözlenen canlanma yılın son çeyreğinde bütçe gelirlerini olumlu yönde etkilemiştir.

2012 yılının Ekim ayında kamuoyuna açıklanan Orta Vadeli Program (OVP)'a göre, 2013 yılında bütçe performansının geçen yıla göre bir miktar iyileşeceği ve kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının 2010 yılından itibaren başlayan düşüş eğiliminin devam edeceği öngörülmektedir (Tablo 6.1). Personel ve sosyal güvenlik giderleri başta olmak üzere, faiz dışı harcamaların 2013 yılında izleyeceği seyir bütçe performansı açısından belirleyici bir öneme sahip olmakla birlikte, iç talep artışına bağlı olarak vergi gelirlerinin yükselmesi ve geçen yılın Eylül ayında ve 2013 yılının başında gerçekleştirilen vergi düzenlemeleri bütçe gelirlerini olumlu yönde etkileyebilecek unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, orta vadede mali disiplinin tekrar kalıcı bir şekilde sağlanabilmesi açısından mali çerçevenin OVP'de öngörülen kurumsal ve yapısal iyileştirmelerle güçlendirilmesinin kritik önemini koruduğu vurgulanmalıdır.

Tablo 6.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve AB Tanımlı Borç Stoku
(GSYİH'nin Yüzdesi Olarak)

	2009	2010	2011	2012*	2013**	2014**	2015**
Bütçe Gelirleri	22,5	23,1	22,8	22,9	23,6	23,1	22,6
Bütçe Giderleri	28,0	26,8	24,1	25,3	25,7	25,1	24,4
Bütçe Dengesi	**-5,5**	**-3,6**	**-1,3**	**-2,3**	**-2,2**	**-2,0**	**-1,8**
Bütçe Gelirleri (Program Tanımlı)	21,0	21,8	22,2	22,0	22,8	22,5	22,1
Faiz Dışı Harcamalar (Program Tanımlı)	22,5	22,2	20,9	21,9	22,3	21,9	21,4
Faiz Dışı Denge (Program Tanımlı)	**-1,5**	**-0,5**	**1,3**	**0,2**	**0,5**	**0,6**	**0,7**
Kamu Kesimi Genel Dengesi	**-5,1**	**-2,3**	**-0,1**	**-1,7**	**-1,5**	**-1,1**	**-0,9**
AB Tanımlı Nominal Borç Stoku	**46,1**	**42,4**	**39,2**	**36,5**	**35,0**	**33,0**	**31,0**

* Tahmin.
** Hedef.
Kaynak: Orta Vadeli Program (2013-2015).

6.1. Bütçe Gelişmeleri

Merkezi yönetim bütçesi 2012 yılında 28,8 milyar TL açık, faiz dışı denge ise 19,6 milyar TL fazla vermiştir (Tablo 6.1.1). 2011 yılı ile karşılaştırıldığında bütçe dengesinin ve faiz dışı bütçe dengesinin kötüleştiği ve söz konusu dengelerdeki kötüleşmenin 2012 yılı bütçesinde öngörülenden daha şiddetli olduğu görülmektedir. Faiz dışı bütçe harcamalarının başlangıç ödeneğinin üzerine çıkması bütçe performansındaki bozulmanın başlıca sebebi olarak ön plana çıkmaktadır. Ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve 6111 sayılı "Bazı Kamu Alacaklarının Yeniden Yapılandırılması Kanunu" çerçevesinde sağlanan gelirlerin önceki yıla göre azalmasının neden olduğu olumsuz baz etkisi vergi gelirlerindeki artışı sınırlamasına karşın, 2012 yılı itibarıyla Eylül ayında hayata geçirilen vergi düzenlemelerinin de katkısıyla vergi gelirleri hedefi tutturulmuştur.

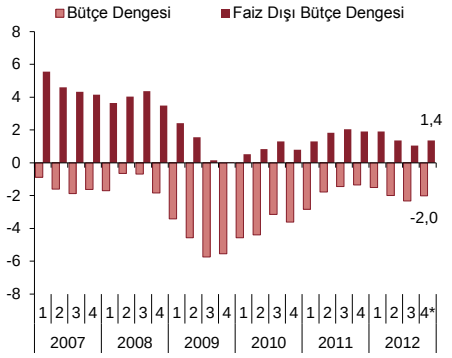
Tablo 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri
(Milyar TL)

	2011	2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme / Bütçe Hedefi (Yüzde)
Merkezi Yönetim Bütçe Giderleri	314,6	360,5	14,6	102,7
Faiz Giderleri	42,2	48,4	14,6	96,4
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	272,4	312,1	14,6	103,8
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri	296,8	331,7	11,7	100,6
I. Vergi Gelirleri	253,8	278,8	9,8	100,4
II. Vergi Dışı Gelirler	32,7	41,5	26,8	94,3
Bütçe Dengesi	**-17,8**	**-28,8**	**-**	**136,4**
Faiz Dışı Denge	**24,4**	**19,6**	**-19,7**	**67,3**

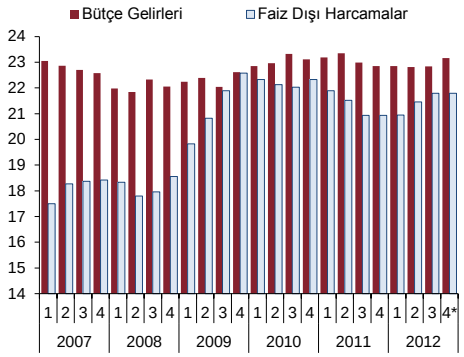
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2011 yılının sonunda yüzde 1,3'e gerileyen merkezi yönetim bütçe açığının GSYİH'ye oranı, 2012 yılında iç ve dış talep arasındaki dengelenmenin vergi gelirleri üzerinde neden olduğu olumsuz etki ve faiz dışı harcamalardaki hızlanma eğilimi neticesinde 2012 yılında yüzde 2'ye çıkmıştır (Grafik 6.1.1). Benzer şekilde, faiz dışı bütçe fazlasının GSYİH'ye oranı da 2011 yılındaki yüzde 1,9'luk seviyesinden 2012 yılında yüzde 1,4'e gerilemiştir. 2009 yılında küresel ekonomik krizin Türkiye ekonomisine olumsuz yansımasını sınırlamak amacıyla hayata geçirilen mali önlemlerin etkisiyle belirgin olarak artan merkezi yönetim faiz dışı harcamalarının GSYİH'ye oranının, izleyen yıllarda azalma eğilimine girdiği, 2012 yılında ise tekrar yükseldiği gözlenmektedir. Merkezi yönetim bütçe gelirlerinin GSYİH'ye oranı, 2011 yılının ikinci çeyreğinde son yıllardaki en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra vergi gelirlerindeki yavaşlamayla birlikte 2011 yılının ikinci yarısından itibaren azalma eğilimine girmiş, 2012 yılının son çeyreğinde ise Eylül ayında gerçekleştirilen vergi düzenlemelerinin de etkisiyle yükselmiştir (Grafik 6.1.2).

Grafik 6.1.1.
Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)



Grafik 6.1.2.
Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar
(Yıllıklandırılmış, GSYİH'ye Oran Olarak, Yüzde)



* 2012 yılının dördüncü çeyreğine ilişkin veriler tahmindir.
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

Merkezi yönetim faiz dışı bütçe giderleri 2012 yılında önceki yıla göre yüzde 14,6 oranında artmıştır. Faiz dışı harcamalar içindeki ana kalemlerden cari transferler ve personel giderleri sırasıyla yüzde 17 ve yüzde 18,6 oranında artarken, mal ve hizmet alım giderleri ise yüzde 0,9 oranında gerilemiştir (Tablo 6.1.2). Mal ve hizmet alım giderlerindeki gerileme esas olarak yeşil kartlıların sağlık giderlerinin büyük ölçüde genel sağlık sigortası kapsamına alınmasıyla birlikte sağlık giderlerinde ortaya çıkan hızlı düşüşten kaynaklanmıştır. Cari transfer giderlerindeki yüksek oranlı artışta sağlık, emeklilik ve sosyal yardım giderlerindeki yüzde 20,5 oranındaki yükseliş belirleyici olmuştur. SGK bütçe performansı, 6111 sayılı Kanun çerçevesinde prim borçlarının yeniden yapılandırılması neticesinde elde edilen gelirin 2011 yılına göre azalması ve yeşil kartlıların sağlık harcamalarının 2012 yılının başından itibaren SGK'ya aktarılmasına bağlı olarak kötüleşmiştir. Diğer yandan, borç verme kaleminde gözlenen yüzde 58,2 oranındaki çarpıcı artışta esas olarak KİT'lere verilen borçlardaki yükseliş belirleyici olmuştur.

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

	2011	2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Faiz Hariç Bütçe Giderleri	**272,4**	**312,1**	**14,6**	**103,8**
1. Personel Giderleri	72,9	86,5	18,6	105,8
2. SGK Devlet Primi Giderleri	12,8	14,7	14,6	103,1
3. Mal ve Hizmet Alım Giderleri	32,8	32,5	-0,9	112,6
a) Savunma-Güvenlik	10,0	10,9	9,2	104,4
b) Sağlık Giderleri	5,4	0,5	-90,1	59,4
4. Cari Transferler	110,5	129,3	17,0	99,3
a) Görev Zararları	4,7	3,9	-17,5	89,9
b) Sağlık, Emeklilik ve Sosyal Y.G.	52,8	63,7	20,5	92,1
c) Tarımsal Destekleme Ödemeleri	7,0	7,6	8,5	105,2
d) Gelirden Ayrılan Paylar	31,0	34,3	10,5	101,2
5. Sermaye Giderleri	30,9	34,2	10,6	122,5
6. Sermaye Transferleri	6,7	6,0	-11,4	140,7
7. Borç Verme	5,7	9,0	58,2	104,0

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

2012 yılında merkezi yönetim genel bütçe gelirleri önceki yıla göre yüzde 11,8 oranında yükselmiştir. Söz konusu dönemde vergi gelirleri yüzde 9,8 oranında, vergi dışı gelirler ise, Merkez Bankası'nın yüksek düzeyde gerçekleşen kâr transferinin de katkısıyla yüzde 26,8 oranında artış göstermiştir (Tablo 6.1.3). Kurumlar vergisi, 2011 yılındaki yüksek büyümeye paralel olarak artan şirket kârlarıyla birlikte 2012 yılının ilk yarısında yüksek bir artış eğilimi gösterirken, sonraki aylarda 2011 yılı ortasında 6111 sayılı kanunun uygulamaya koyulmasına bağlı gözlenen gelir artışının neden olduğu baz etkisinden kaynaklı olarak yavaşlamış ve yılın genelinde yüzde 7,5 gibi ılımlı bir oranda artmıştır. Gelir vergisi, kayıtlı istihdamda bir süredir devam etmekte olan artış neticesinde yüzde 15,7 oranında yükselmiştir. 2012 yılında ÖTV yüzde 11,7 oranında artarken, dahilde alınan KDV artış oranı yüzde 5,4 ile sınırlı bir düzeyde gerçekleşmiştir. ÖTV tahsilat artışının KDV tahsilat artışına göre daha yüksek gerçekleşmesinde özellikle tütün mamulleri ve alkollü içkiler üzerinden alınan ÖTV tutarlarında görülen yüksek oranlı artışlar belirleyici olmuştur. İthalde alınan KDV ise ithalattaki yavaşlamaya paralel olarak sadece yüzde 2,7 oranında artmıştır.

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

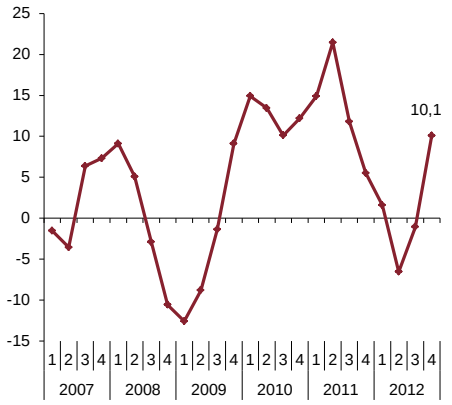
	2011	2012	Artış Oranı (Yüzde)	Gerçekleşme/ Bütçe Hedefi (Yüzde)
Genel Bütçe Gelirleri	**286,6**	**320,3**	**11,8**	**99,5**
I-Vergi Gelirleri	**253,8**	**278,8**	**9,8**	**100,4**
Gelir Vergisi	48,8	56,5	15,7	105,0
Kurumlar Vergisi	27,0	29,0	7,5	106,9
Dahilde Alınan Katma Değer Vergisi	30,0	31,6	5,4	94,0
Özel Tüketim Vergisi	64,2	71,7	11,7	101,6
İthalde Alınan Katma Değer Vergisi	48,7	50,0	2,7	92,7
II-Vergi Dışı Gelirler	**32,7**	**41,5**	**26,8**	**94,3**
Teşebbüs ve Mülkiyet Gelirleri	9,1	14,0	54,2	151,3
Faizler, Paylar ve Cezalar	19,7	22,6	14,4	103,1
Sermaye Gelirleri	2,5	2,0	-19,0	17,9

Kaynak: Maliye Bakanlığı.

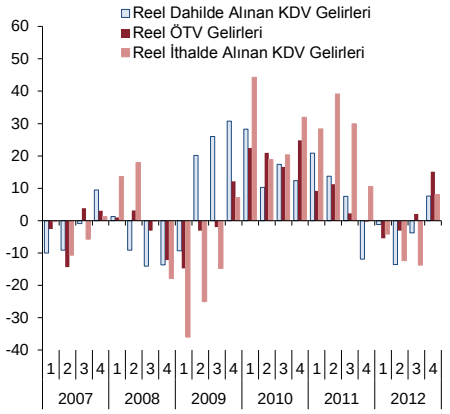
2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren yavaşlamaya başlayan reel vergi gelirlerindeki yıllık artış oranı, 2012 yılında iç ve dış talep arasında yaşanan dengelenme ve baz etkisiyle birlikte on çeyreklik bir dönemin ardından 2012 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde negatif değerler almıştır. 2012 yılının son çeyreğinde ise Eylül ayında hayata geçirilen vergi artışları ve baz etkisiyle birlikte reel vergi artış oranı önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,1 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.1.3). İç ve dış talep arasındaki dengelenmeden olumsuz yönde etkilenen vergi kalemlerinin başında tüketime dayalı vergiler gelmektedir. Söz konusu vergiler yılın ilk üç çeyreğinde son derece olumsuz bir

performans sergilerken son çeyrekte lehte işleyen baz etkisi ve vergi tedbirlerinin etkisiyle önemli oranda artışlar gerçekleştirmişlerdir. Bu çerçevede, 2012 yılının son çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre reel olarak ÖTV yüzde 15,1, ithalde alınan KDV yüzde 8,1, dahilde alınan KDV ise yüzde 7,6 oranında artmıştır (Grafik 6.1.4).

Grafik 6.1.3.
Reel Vergi Gelirleri
(Yıllık Yüzde Değişim)



Grafik 6.1.4.
Reel KDV ve ÖTV Gelirleri
(Yıllık Yüzde Değişim)



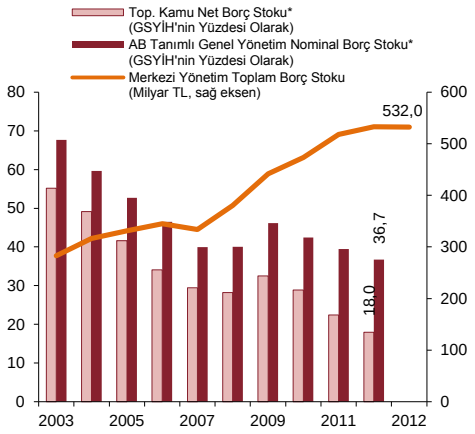
Kaynak: Maliye Bakanlığı.

6.2. Kamu Borç Stokundaki Gelişmeler

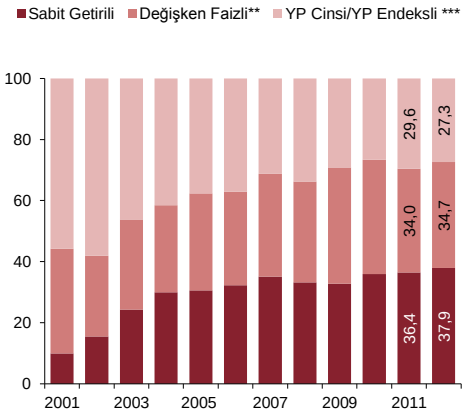
Kamu borç stoku göstergelerindeki iyileşme eğilimi, 2012 yılında da devam etmiştir. Kamu borç oranları azalmaya devam etmiş, borçlanmanın reel maliyeti düşük seviyelerde gerçekleşmiş, borç stokunun ortalama vadesi uzamış, borç stoku içinde faiz ve döviz kuruna duyarlı borç senetlerinin payı azalmış ve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

2012 yılının ilk dokuz ayı sonunda, toplam kamu net borç stoku ve AB tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranları, bir önceki yıl sonuna göre 4,4 ve 2,7 puan azalarak, sırasıyla yüzde 18 ve 36,7 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 6.2.1). Merkezi yönetim borç stoku ise, 2012 yılı sonunda, 2011 yılındaki seviyesini korumuştur (Grafik 6.2.1).

Grafik 6.2.1.
Kamu Borç Stoku Göstergeleri



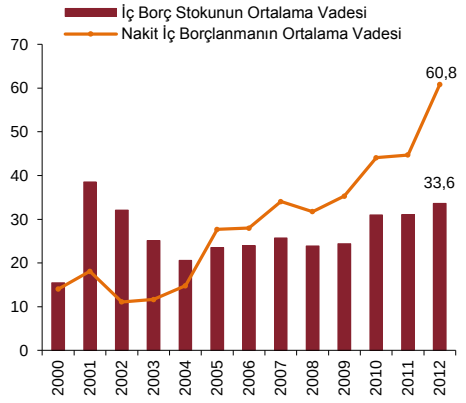
Grafik 6.2.2.
Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu
(Yüzde)



* Borç stokunun GSYİH'ye oranları 2012 yılının ilk 9 ay itibarıyladır.
** Değişken faizli borç stoku, vadesi bir yıldan kısa olan iskontolu senetleri ve değişken faizli DİBS'leri kapsamaktadır.
*** YP Cinsi/YP endeksli borç stoku, dış borç stoku ile döviz cinsi ve dövize endeksli iç borç stokunu kapsamaktadır.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

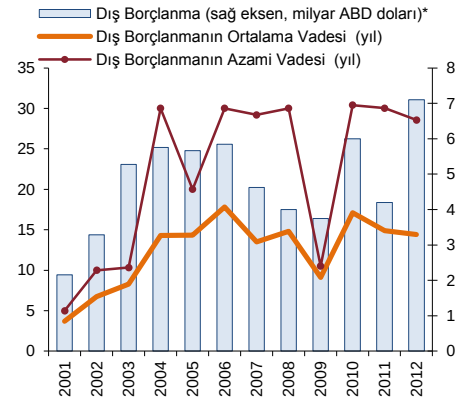
Hazine'nin, borç stokunun likidite, faiz oranı ve döviz kuruna olan hassasiyetini azaltma yönündeki borçlanma stratejisi, 2012 yılında da devam etmiştir. Bu bağlamda, sabit getirili borç senetlerinin toplam borç stoku içindeki payında artış olduğu görülmektedir (Grafik 6.2.2). Kamu mevduatının aylık ortalama borç servisini karşılama oranı ise yüzde 308,6 düzeyindedir. Nakit iç borçlanmanın ortalama vadesinin 2011 yılı ortalamasına göre belirgin olarak artmasıyla birlikte, toplam iç borç stokunun vadeye kalan süresi 33,6 aya çıkmıştır (Grafik 6.2.3). Tahvil ihracı yoluyla gerçekleştirilen dış borçlanmanın tutarı ise, 7,1 milyar ABD doları olup, söz konusu borçlanmanın ortalama vadesi 14,4 yıl ile geçen yılki düzeyinde bulunmaktadır (Grafik 6.2.4).

Grafik 6.2.3.
Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi (Ay)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

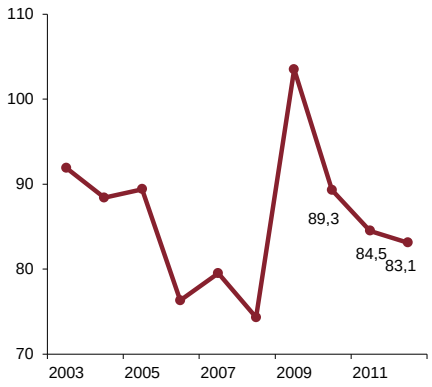
Grafik 6.2.4.
Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma



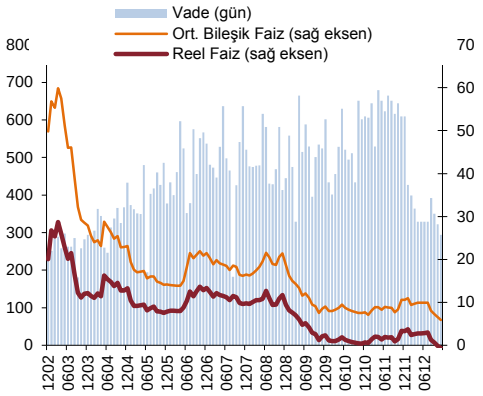
* İlgili yılda yapılan toplam dış borçlanma miktarını göstermektedir.
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

İç borç çevirme oranı, 2012 yılının Kasım ayı sonunda yüzde 83,1 düzeyindedir (Grafik 6.2.5). 2009 yılının başından 2011 yılının başına kadar hızlı bir düşüş eğilimi gösteren iskontolu hazine bonosu ihalelerinde gerçekleşen ortalama reel faiz oranı ise, düşük seviyelerde seyretmektedir (Grafik 6.2.6).

Grafik 6.2.5.
Toplam İç Borç Çevirme Oranı
(Yüzde)



Grafik 6.2.6.
İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, TCMB.

Kutu 6.1 Türkiye'de Vergi Gelirlerinin İktisadi Döngülere Duyarlılığı[1]

Vergi gelirleri, otomatik dengeleyiciler (stabilizatörler) aracılığıyla iktisadi döngülerden (business cycles) büyük ölçüde etkilenmekte, bu bakımdan vergi gelirlerinin iktisadi döngüler ile ilişkisinin yönü ve büyüklüğü, başka bir deyişle vergi gelirlerinin iktisadi döngülere duyarlılığı, bütçe performansı üzerinde belirleyici bir öneme sahip olmaktadır. Bütçe gelir ve harcama kalemleri iktisadi döngülere bağlı değişimler ve ihtiyari (kamu otoritelerinin kararlarına bağlı) değişimler olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır. Çoğu kamu harcamalarında ihtiyari bileşen daha büyük bir ağırlığa sahipken gelirler için iktisadi döngülere bağlı değişimler daha belirleyici olmaktadır. Bu bağlamda buradaki analizde, Türkiye'de belli başlı vergi geliri kalemlerinin iktisadi döngülerden ne ölçüde etkilendiği sorusu yanıtlanmaya çalışılmaktadır.[2]

Analizde yer alan vergi kalemlerinin döngüsel özellikleri bir takım istatistiki ve ekonometrik teknikler kullanılarak ölçülmeye çalışılmış ve sonuçlar Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. Vergi Gelirlerinin Döngüsel Özellikleri

	GSYİH	Toplam Vergiler	Gelir Vergisi	Kurumlar Vergisi	Dahilde Alınan KDV	Özel Tüketim Vergisi	İthalde Alınan KDV
oynaklık	0,017	0,025	0,024	0,132	0,039	0,043	0,060
göreli oynaklık	1,000	1,451	1,349	7,574	2,245	2,479	3,460
döngüsellik	-	eş-döngüsel	eş-döngüsel	eş-döngüsel	eş-döngüsel	eş-döngüsel	eş-döngüsel
otokorelasyon(t,t-1)	0,38	0,434	-0,091	-0,279	0,238	0,031	0,424
esneklik	-	1,18	0,94	1,21	0,73	1,14	1,49
granger nedensellik	-	TV → GSYİH	GSYİH → GV GV → GSYİH	nedensellik ilişkisi yok	GSYİH → DKDV DKDV → GSYİH	ÖTV → GSYİH	GSYİH → İKDV İKDV → GSYİH

Analizden elde edilen temel bulgular şu şekilde özetlenebilir:

- Vergi gelirlerinin oynaklığı reel GSYİH'ye göre daha yüksektir. Bu durum, vergi gelirlerinde ortaya çıkan dalgalanmaların iktisadi döngülere kıyasla daha büyük olduğuna işaret etmektedir.

[1] Kutuya ilişkin kapsamlı bilgi ve teknik detaylar için bakınız Çulha (2012).

[2] Analiz, 2002:I-2012-II dönemini kapsayan çeyreklik bazdaki reel GSYİH ve Tablo 1'de görülen vergi geliri kalemlerini içermektedir.

- Vergi gelirlerinin eş-döngüsel (procyclical) olduğu, başka bir deyişle vergi gelirleri ile reel GSYİH'nin aynı yönde hareket ettiği görülmektedir. Buna göre vergi gelirleri iktisadi daralma dönemlerinde azalmakta, genişleme dönemlerinde ise artmaktadır.

- Önemli bir doğrudan vergi kalemi olan ve toplam vergilerin yaklaşık olarak beşte birini oluşturan gelir vergisi, oldukça düşük bir otokorelasyon katsayısına sahip olmakla birlikte esneklik katsayısı 1'e yakın bulunmakta, bu da milli gelirdeki artışların gelir vergisini yaklaşık olarak aynı seviyede artırdığını göstermektedir. Yine doğrudan vergi kalemlerinden olan kurumlar vergisine ilişkin otokorelasyon ve esneklik katsayılarının görece yüksek olması, bu kalemin gelir vergisine göre reel GSYİH'deki değişimlere daha duyarlı olduğuna işaret etmektedir.

- Dolaylı vergilerden ithalde alınan KDV'nin otokorelasyon katsayısının görece yüsek, ÖTV'ninkinin ise oldukça düşük olduğu gözlenmektedir. Analize dahil edilen her üç dolaylı verginin bir bütün olarak reel GSYİH'ye esnekliği 1,16 olarak bulunmakta, bu da ülkemizde toplam vergi gelirlerinin yaklaşık olarak üçte ikisini oluşturan dolaylı vergilerin iktisadi faaliyetteki değişimlerden önemli oranda etkilendiğini göstermektedir.

- Granger-nedensellik analizi sonuçları, toplam vergiler ve ÖTV'den reel GSYİH'ye doğru bir Granger-nedensellik ilişkisine işaret ederken, gelir vergisi ve dahilde ve ithalde alınan KDV ile reel GSYİH arasında çift yönlü bir Granger-nedensellik ilişkisi göstermektedir. Kurumlar vergisi ile reel GSYİH arasında ise bir Granger-nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Granger-nedensellik testi ile çapraz korelasyon katsayıları, ÖTV için iktisadi döngüyü öncüleme anlamında benzer sonuçlara işaret ederken, her iki analiz sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde vergi kalemleri ile reel GSYİH arasında eşanlı bir ilişkinin daha yüksek olasılık dahilinde olduğu dikkat çekmektedir. Başka bir ifadeyle, iktisadi döngünün, yani reel GSYİH'nin genişleme veya daralma evresinin başladığı üç aylık dönem içerisinde vergi gelirlerinde de aynı yönde (eş-döngüsel olmaları dolayısıyla) bir hareket başlamaktadır.

Sonuç olarak, Türkiye'de tüm vergi geliri kalemlerinin eş-döngüsel olduğu, diğer bir deyişle reel GSYİH ile aynı yönde hareket ettikleri ve vergi gelirlerinin iktisadi döngülerden önemli ölçüde etkilendikleri görülmektedir. Toplam vergilerin esneklik katsayısı yaklaşık 1,2 olarak bulunmakla birlikte, en yüksek esneklik katsayısına ithalde alınan KDV'nin sahip olduğu gözlenmektedir. Vergi gelirlerine yönelik istatistiki analiz, gelir vergisine kıyasla kurumlar vergisinin ve dolaylı vergilerin iktisadi faaliyetteki dalgalanmalardan daha fazla etkilendiğini göstermektedir. Bunun yanı sıra, dolaylı vergilerde daha belirgin olmak üzere, vergi geliri kalemlerindeki oynaklığın reel GSYİH'ye göre daha fazla olduğu görülmekte, bu duruma da vergi mevzuatında çok sık yapılan değişikliklerin önemli katkısı olduğu değerlendirilmektedir. Buna ilaveten, vergi geliri kalemleri ile reel GSYİH arasında genel olarak eşanlı bir ilişkinin olduğu, bir başka ifadeyle ilgili değişkenlere ilişkin döngü evrelerinin aynı çeyrek içerisinde gerçekleştiği belirlenmiştir.

Kaynakça:

Çulha, A. (2012), "Türkiye'de Vergi Gelirlerinin İktisadi Döngülere Duyarlılığı", TCMB Ekonomi Notları No: 2012/34.

7. Orta Vadeli Öngörüler

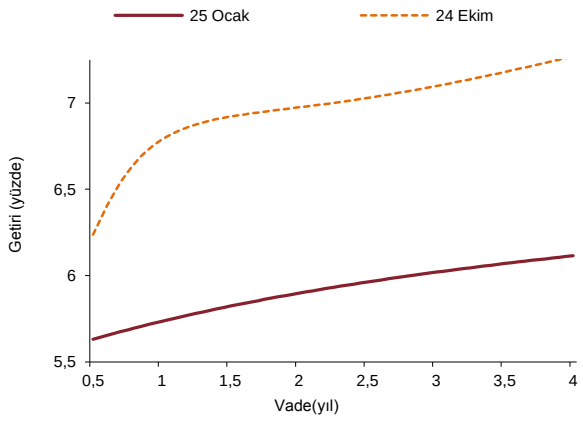
Bu bölümde tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Parasal Koşullar

TCMB'nin 2012 yılı ortalarından itibaren uygulamaya başladığı ve son çeyrekte de devam eden destekleyici likidite politikalarının yanı sıra, küresel risk iştahındaki artış ve uluslararası bir derecelendirme kuruluşunun not artırımının da etkisiyle Ekim ayından itibaren piyasa faizlerinde düşüş gözlenmiştir. Getiri eğrisi Ekim Enflasyon Raporu'na göre tüm vadelerde düşüş gösterirken, uzun vadeli getirilerdeki azalış kısa vadeli getirilere kıyasla daha belirgin olmuştur (Grafik 7.1.1).

Grafik 7.1.1.
Getiri Eğrisi*
(Yüzde)



*İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında işlem gören tahvillerin fiyatları kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.
Kaynak: İMKB,TCMB.

Enflasyon

2012 yılının son çeyreğinde yıllık tüketici enflasyonu Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminin altında gerçekleşerek yüzde 6,2 seviyesine inmiştir (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede, mevsim ortalamalarının oldukça altında gerçekleşen işlenmemiş gıda fiyat artışı, alkollü içecekler ve tütün gruplarında

fiyat artışının belirgin olarak azalması, tarım dışı uluslararası emtia fiyatlarının ılımlı seyri ve ekonomik faaliyetteki yavaşlama etkili olmuştur.

2012 yılının son çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülen seviyelerin altında gerçekleşmiştir. Bunda taze meyve ve sebze fiyatlarındaki gelişmeler etkili olmuştur. Tahminler üretilirken işlenmemiş gıda fiyatlarının olumlu katkısının geçici olduğu değerlendirilmiştir. Bu çerçevede 2013 yılı için işlenmemiş gıda fiyatları yukarı yönlü, işlenmiş gıda fiyatları aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu iki zıt yönlü güncellemenin birbirini telafi etmesiyle gıda varsayımı yüzde 7 olarak korunmuştur (Tablo 7.1.1).

Tablo 7.1.1.
Varsayımlardaki Güncellemeler

		Ocak 2013	Ekim 2012
Çıktı Açığı	2012 Ç3	-2,15	-2,00
	2012 Ç4	-2,17	-2,07
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yılsonu Yüzde Değişim)	2013-2015	7,0	7,0
İthalat Fiyatları (ABD doları, Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	-2,3	-1,9
	2013	-0,2	0,2
Petrol Fiyatları (Ortalama, ABD doları)	2012	112	112
	2013	108	107
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2012	1,1	1,2
	2013	1,7	1.7

Talep Koşulları

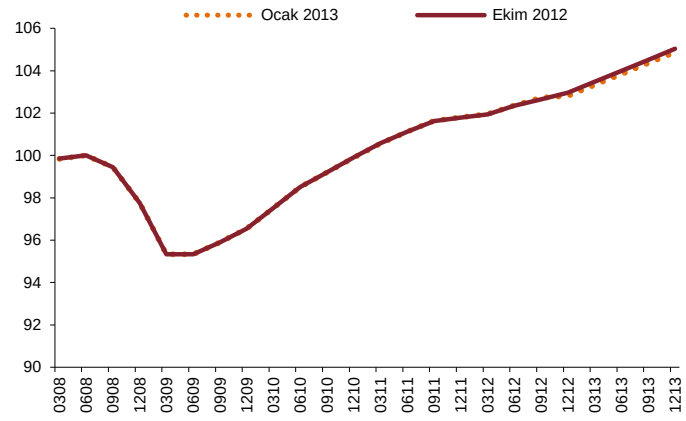
2012 yılının üçüncü çeyreğinde iktisadi faaliyetin artış oranı Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla sınırlı ölçüde daha düşük gerçekleşmiştir. Bu dönemde özel kesim yatırımlarındaki daralmanın etkisiyle yurt içi talep zayıf seyretmiştir. Net ihracat ise büyümenin temel sürükleyicisi olmuştur.

2012 yılının dördüncü çeyreğine ilişkin veriler ekonominin toparlanma eğilimine girdiğini göstermektedir. Ekim ve Kasım aylarında tüketim malı üretim ve ithalatındaki artış, tüketici güvenindeki son dönem gelişmeleri ve yatırım talebindeki toparlanma iç talepte beklenen canlanmanın başladığına işaret etmektedir. Son çeyrekte kredilerde gözlenen ivmelenme de nihai yurt içi talepteki toparlanmayı destekler niteliktedir.

Küresel büyüme görünümünde Ekim Enflasyon Raporu'ndan bu yana kayda değer bir değişiklik olmamıştır. Buna paralel olarak ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde de önemli bir güncelleme yapılmamıştır (Grafik 7.1.2). Bu doğrultuda, pazar ve ürün çeşitlenmesine bağlı olarak ihracatın sergilediği ılımlı artışın önümüzdeki dönemde süreceği düşünülmektedir.

Bu gelişmeler doğrultusunda, 2012 yılı son iki çeyreği için çıktı açığı tahminleri geçen Rapor dönemine göre sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncelenmiştir (Tablo 7.1.1).

Grafik 7.1.2.
İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2008Ç2=100)



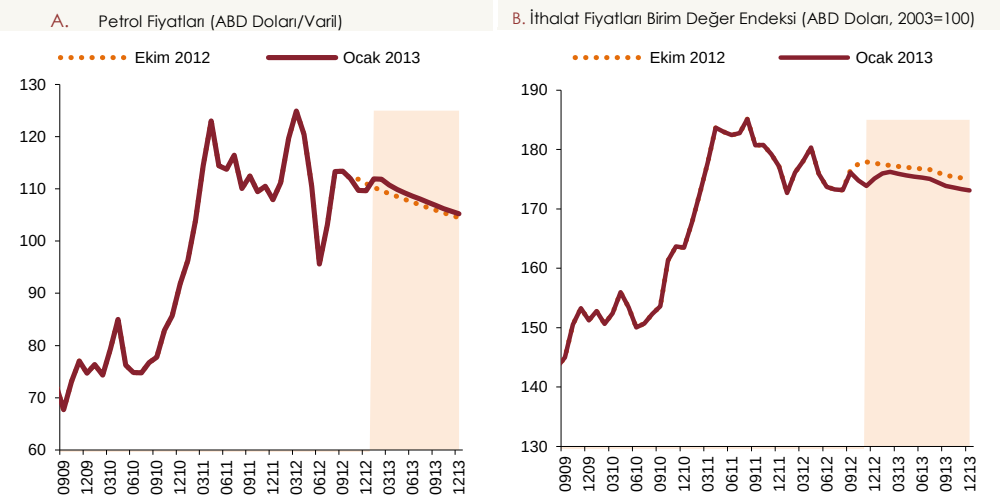
Kaynak: TCMB, Bloomberg, Consensus Forecasts Ekim 2012 ve Ocak 2013 Bültenleri.

İthalat Fiyatları

Yılın son çeyreğinde uluslararası petrol fiyatları Ekim Enflasyon Raporu'ndaki varsayımlarla uyumlu seyretmiştir (Grafik 7.1.3a). Bu çerçevede 2013 yılı ortalama petrol fiyatına ilişkin varsayımlarda önemli bir değişiklik yapılmamıştır (Tablo 7.1.1).

İthalat fiyatları ise enerji dışı emtia fiyatlarındaki azalışın etkisiyle bir önceki Rapor dönemine kıyasla sınırlı da olsa gerilemiştir (Grafik 7.1.3b). Enerji dışı ithalat fiyatlarındaki olumlu seyre bağlı olarak ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre sınırlı oranda aşağı çekilse de bu güncellemenin 2013 yılı enflasyon tahmini üzerinde kayda değer bir etkisi olmamıştır.

Grafik 7.1.3.
Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler



Kaynak: Bloomberg, TCMB.

* 2003 ortalaması 100 olarak alınmıştır.
Kaynak: TCMB, TÜİK.

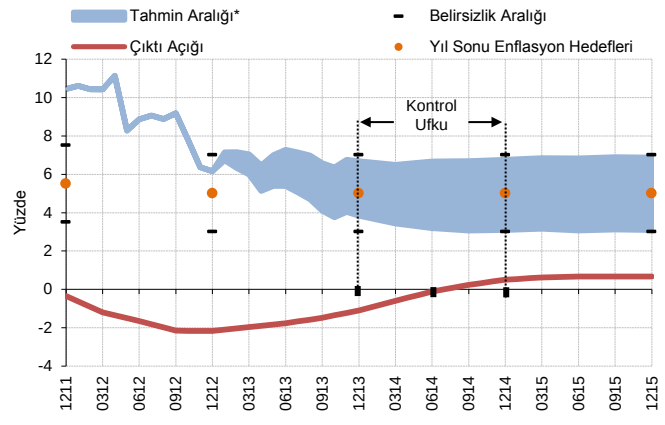
Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Tahminler üretilirken, Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu bağlamda, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının 2013 yılında önemli bir değişim göstermediği ve yapısal bütçe dengesinin yatay seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır. Tütün ve enerji fiyatlarında yılın kalanında önemli bir vergi ayarlaması olmayacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

7.2. Orta Vadeli Görünüm

Enflasyon tahminleri yapılırken kredilerin yüzde 15 civarında büyüyeceği ve reel efektif döviz kurunda önemli bir değişim gözlenmeyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 3,9 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,3), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,1 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 4,9) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.1.
Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

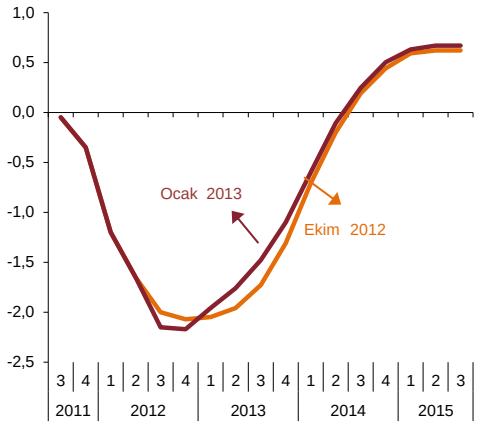
Enflasyonun Ocak ayındaki tütün fiyat ayarlamaları nedeniyle sınırlı bir yükseliş gösterdikten sonra tekrar düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. Mayıs ve Haziran aylarında enerji fiyatlarındaki baz etkisinden dolayı enflasyonun geçici bir artış göstermesi beklense de, sonraki aylarda aşağı yönlü eğilimin devam edeceği ve enflasyonun yıl sonunda yüzde 5,3 düzeyine ineceği tahmin edilmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin ise kısa vadede olumlu seyrini koruması ve 2013 sonu itibarıyla yüzde 5'in altında kalması beklenmektedir (Grafik 7.2.1).

Grafik 7.2.2'de çıktı açığı tahminlerindeki güncelleme sunulmaktadır. Son dönemde sermaye girişlerindeki hızlanma ve kredilerde gözlenen ivmelenme nedeniyle 2013 yılı ilk çeyreği için çıktı açığı bir önceki Rapor'a kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir. Ancak, alınan önlemlerle yılın ikinci yarısından itibaren krediler ve toplam talep büyümesinin Ekim ayında öngörülen patikaya yaklaşacağı bir çerçeve esas alınmıştır.

Yıl sonu tahmininde değişiklik yapılmamasına rağmen, son dönemde özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen gelişmeler nedeniyle enflasyon patikası kısa vadede aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Bu gelişmenin geçici olduğu düşünüldüğünden işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık enflasyon üzerindeki olumlu etkisinin kademeli olarak ortadan kalkacağı ve enflasyonun yıl sonuna doğru Ekim Enflasyon Raporu'nda belirtilen patikaya yaklaşacağı bir görünüm esas alınmıştır.

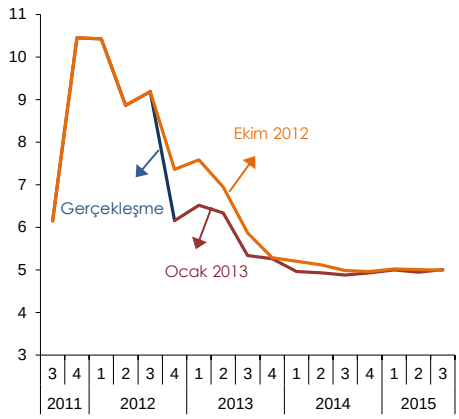
Ekim 2012 Enflasyon Raporu ve Ocak 2013 Enflasyon Raporu Tahminlerinin Karşılaştırması

Grafik 7.2.2.
Çıktı Açığı Tahmini



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Grafik 7.2.3.
Enflasyon Tahmini

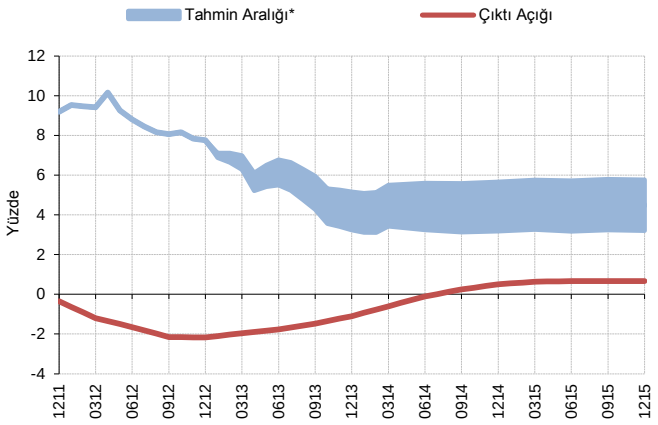


Kaynak: TCMB.

Bu tahminlerin para politikası açısından verdiği ana mesaj, 2013 sonunda enflasyonun hedefe yakın gerçekleşmesi için temkinli duruşun korunması gerektiğidir. Makro finansal risklerin dengelenmesi açısından ise TCMB'nin krediler ve döviz kurunda aşırı dalgalanmaya kayıtsız kalmadığı bir çerçeve esas alınmaktadır. Nitekim, son dönemde kredilerde öngörülenden yüksek gerçekleşen büyümeye rağmen, tahminler üretilirken kredilerin yüzde 15 civarında seyredeceği bir görünüm çizilmektedir. Kredilerin sağlıklı ve makul oranlarda büyümesinin sağlanması hem finansal istikrarı hem de fiyat istikrarını destekleyecektir.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemeyen oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde 2013 yıl sonu enflasyonunun yüzde 8,5 düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.2.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2013 yılının ikinci çeyreğindeki baz etkisi kaynaklı yükseliş haricinde, yıl genelinde düşüş eğiliminde olacağı tahmin edilmektedir. Yılın ikinci yarısından itibaren düşüş eğiliminin hızlanacağı, 2013 yılının son çeyreğinden itibaren işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyonun yüzde 4,5 civarında istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir.

Grafik 7.2.4.
İşlenmemiş Gıda ve Tütün** Dışı Enflasyon Tahmini



* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.
**Tütün: Alkollü içecekler ve tütün.

TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerinin TCMB'nin baz senaryo tahminlerinin bir miktar üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.2.1). Buna karşın, uzunca bir süredir yatay seyreden bu beklentilerin son iki ayda önemli bir iyileşme kaydetmesi dikkat çekici bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Tablo 7.2.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2013 Yıl sonu	5,3	6,3	5,0
12 Ay Sonrası	5,2	6,1	5,0
24 Ay Sonrası	4,9	5,8	5,0

*Ocak ayı anket verileri.
**2013-2015 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.

7.3. Riskler ve Para Politikası

Son dönemde küresel ekonomiye ilişkin risk algılamalarında belirgin bir iyileşme olsa da, sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etmesi para politikasının her iki yönde de esnekliğini korumasını gerektirmektedir. Gelişmiş

ülkelerde parasal genişleme politikalarının sürmesi, hatta temel ekonomik verilerde düzelme sağlanana kadar bu politikalara devam edilmesinin taahhüt edilmesi ve küresel piyasalarda risk alma iştahının artması gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Ne var ki, gelişmiş ülke ekonomilerindeki bilanço düzeltme süreci iktisadi faaliyetteki toparlanmayı ve dolayısıyla bütçe dengelerindeki iyileşmeyi geciktirebilecektir. Nitekim, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen kredi piyasası ile büyüme görünümündeki zayıf seyir ve borcun sürdürülebilirliğine dair kaygılar devam etmektedir. Bu gelişmelere paralel olarak, önde gelen gelişmiş ülkelerin ekonomi politikasına dair oluşturulan belirsizlik endekslerinin halen yüksek değerlerini koruduğu gözlenmektedir. Sonuç olarak küresel ekonomideki kırılganlıklar son dönemde kayda değer biçimde azalmakla birlikte halen önemini korumaktadır. Dolayısıyla son aylarda risk iştahında gözlenen artışın önümüzdeki dönemde tekrar oynaklığa dönüşme riski bulunmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi durumunda TCMB geliştirdiği esnek politika çerçevesi dahilinde gerekli önlemleri alacaktır.

Sermaye akımlarındaki hızlanma ve zayıf küresel büyüme görünümünün bir süre daha devam etmesi olasılığı makro finansal riskleri artırma potansiyeli taşımaktadır. TCMB son dönemde uyguladığı politikalarla uzun süreli sermaye akımlarından kaynaklanan risklerin birikmesini sınırlamayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede son dönemde hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısının önüne geçilmesi için kısa vadeli faiz oranları düşük düzeylerde tutulurken zorunlu karşılık politikası ile sıkılaştırmaya gidilmektedir. Mevcut küresel eğilimlerin devam etmesi ve kredilerin uzun süre yüzde 15 düzeylerinin üzerinde seyretme olasılığının ortaya çıkması durumunda makro ihtiyati tedbirler alınmaya devam edilecektir.

Öte yandan, önümüzdeki dönemde küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde, toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış gözlenmesi ve bunun yanı sıra gelişmiş ülkelerde para politikasının normalleşme sürecine girmesi de olasılık dahilindedir. Böyle bir durumda ortaya çıkabilecek enflasyon baskıları bütün politika araçlarının sıkılaştırıcı yönde kullanılmasını gerektirebilecektir.

Sonuç olarak TCMB'nin makro finansal riskleri dengelemeye yönelik tasarladığı çerçeve ve bu kapsamda geliştirdiği araçlar, küresel ekonomideki kırılganlıklardan kaynaklanabilecek şokların yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik esnek bir çerçeve sunmaktadır.

İşlenmemiş gıda fiyatlarının oynak seyri enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesini sağlamıştır. 2013 yılında ise bu eğilimin tersine dönme olasılığı enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. TCMB gıda fiyatlarından kaynaklanan oynaklıklara tepki vermeyecek, ancak kalıcı bir artış olması ve bunun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gerekli sıkılaştırmayı yapacaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Raporda baz senaryoda oluşturulan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almaktadır. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde mali disiplinin korunacağı ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda öngörülmeyen bir artış gerçekleşmeyeceği varsayılmaktadır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel dengesizlikler karşısında ekonomimizin dayanıklılığını koruması açısından maliye ve finansal sektör politikalarındaki temkinli duruşun sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, makroekonomik istikrarı destekleyecektir. Bu yönde atılacak adımlar aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.

Kutu 7.1 2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

2012 yıl sonu enflasyon tahminlerine ilişkin güncellemelerde en önemli rol oynayan unsurların başında emtia ve gıda fiyatları gelmiştir. Söz konusu fiyatlardaki oynaklığın yüksek olması, yıl boyunca bu fiyatlara ilişkin varsayımlarda değişikliklere gidilmesine neden olmuştur. Bunun yanında, vergi ve yönetilen fiyat ayarlamalarındaki öngörülemeyen değişiklikler de özellikle yıl sonuna doğru 2012 tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesini gerektirmiştir. 2012 yıl sonunda temelde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen öngörülerin ötesindeki olumlu seyrin etkisiyle, enflasyon Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan tahmininin altında gerçekleşmiştir.

TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayınladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu kutuda söz konusu yükümlülük çerçevesinde 2012 yılı boyunca yıl sonu enflasyon tahminlerinde yapılan değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu

Enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri sınırlamak amacıyla 2011 yılı sonunda parasal sıkılaştırmaya gidilmesi ve küresel büyüme görünümündeki bozulmanın etkisiyle 2012 yılında toplam talep koşullarının enflasyonu sınırlayıcı etki yaptığı bir görünüm temel alınmıştır. 2011'in ikinci yarısında Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlar ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler nedeniyle enflasyonun 2012 ilk yarısında yüksek seyredeceği, ancak özellikle 2012'nin son çeyreğinde baz etkisinin de ortadan kalkmasıyla hızlı bir düşüş göstereceği öngörülmüştür. Bu doğrultuda, Ocak 2012 Enflasyon Raporu'nda 2012 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,5 olarak tahmin edilmiştir. Yıl sonunda enflasyonu yüzde 5'e ulaştırmak için gereken parasal sıkılaştırmanın yaratabileceği olumsuz etkiler göz önüne alınarak enflasyonun yüzde 5'lik hedefe 2013 yılı ortalarında ulaşacağı bir çerçeve belirlenmiştir.

Tablo.1. Enflasyon Raporu Varsayımları

		Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER	Gerçekleşme
Gıda Fiyatları (Yıllık Yüzde Değişim)	**2012**	7,5	7,5	7,0	7,0	3,9
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	**2012**	1,4	1,4	1,1	1,2	1,1*
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	**2012**	-0,3	-0,7	-3,9	-1,9	-2,3*
Brent Tipi Ham Petrol Varil Fiyatı (ABD doları)	**2012**	110	120	110	112	112

*28 Ocak 2013 tarihli verilerle hesaplanmıştır.

Nisan Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet, 2011 yılı son çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle büyük ölçüde uyumlu olmuştur. Yurt içi talep yatay bir seyir izlerken, büyümeye en yüksek katkı net dış talepten gelmiştir. Bu dönemde iç ve dış talep arasındaki dengelenme güçlenerek sürmüştür.

Nisan ayında enerji fiyatlarında meydana gelen artışlar kısa vadede enflasyon tahminlerinin yükselmesine neden olsa da, parasal duruşun ve talep koşullarının enflasyona verdiği desteğin artacağı bir çerçeve baz alınarak 2012 yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki raporda olduğu gibi yüzde 6,5 seviyesinde korunmuştur. 2012 yılı ilk çeyreğinde petrol fiyatlarında gözlenen yükselişe paralel olarak Ocak Enflasyon Raporu'nda 2012 yılı için 110 ABD doları olarak varsayılan yıllık ortalama petrol fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'nda 120 ABD dolarına çıkarılmıştır (Tablo 1). Buna karşın, aynı dönemde enerji dışı ithalat fiyatlarının öngörülere göre daha olumlu seyretmesi petrol fiyatlarındaki artışın enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini kısmen telafi etmiştir.

Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyet, Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerle uyumlu seyretmiş, ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksi sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellense de çıktı açığı tahmininin başlangıç noktası değiştirilmemiştir.

Gıda fiyatlarının enflasyona yaptığı katkı, yılın ikinci çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarının olumlu seyrine bağlı olarak Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeyin altında kalmıştır. Bu gelişmeler göz önüne alınarak 2012 yılına ilişkin gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5'ten yüzde 7,0'ye düşürülmüştür (Tablo 1). Gıda fiyatları varsayımındaki bu güncellemenin 2012 yılsonu enflasyon tahminine etkisi yaklaşık 0,15 puan düşürücü yönde olmuştur.

Ham petrol fiyatları yılın ikinci çeyreğinde temelde küresel büyüme görünümündeki bozulma ve talep yönlü gelişmeler kaynaklı olarak önceki rapor dönemine kıyasla daha düşük seyretmiştir. Bu doğrultuda, 2012 yılı için yıllık ortalama petrol fiyatları varsayımı 120 ABD dolarından 110 ABD dolarına çekilmiştir. Benzer şekilde 2012 yılı için yapılan ithalat fiyatları varsayımı da bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu güncellemelerle beraber, toplamda ithalat fiyatlarının yurt içine yansımaları 2012 yıl sonu tahminini 0,15 puan düşürücü yönde etkilemiştir.

Sonuç olarak, Temmuz 2012 Enflasyon Raporu'nda yer alan 2012 yıl sonu enflasyon tahmini enflasyonu etkileyen unsurlardaki olumlu gelişmelere bağlı olarak bir önceki rapora kıyasla 0,3 puan aşağı çekilmiştir (Tablo 2).

Ekim Enflasyon Raporu

İktisadi faaliyet, 2012 yılının ikinci çeyreğinde Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha zayıf seyretmiştir. Bu dönemde yurt içi talep yatırım kaynaklı olarak yavaşlarken, net ihracat da küresel büyüme görünümündeki gelişmelere bağlı olarak öngörülerin altında gerçekleşmiştir. İç ve dış talep göstergelerindeki bu gelişmeler doğrultusunda, çıktı açığı tahminleri bir önceki rapor dönemine göre aşağı yönlü güncellenmiştir Bu güncelleme 2012 yılsonu enflasyon tahminini 0,1 puan düşürücü yönde etkilemiştir.

Yılın üçüncü çeyreğinde petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu varsayımının üzerinde seyretmiş, bu gelişmeler çerçevesinde 2012 yılı için petrol fiyatları varsayımı 112 ABD dolarına çekilmiştir. Benzer şekilde, ithalat fiyatları da yukarı yönlü güncellenmiştir (Tablo 1). Petrol ve ithalat fiyatları genelinde yapılan bu güncellemeler, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda 2012 yıl sonu enflasyon tahminini 0,4 puan yükseltici yönde etkilemiştir. Gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım ise temkinli bir yaklaşımla yüzde 7,0 olarak korunmuştur.

Eylül ayı sonunda alınan ek mali önlem kararları neticesinde akaryakıt, otomobil ve alkollü içeceklerden alınan ÖTV miktarları artırılmış; bu gelişmeler enflasyonu olumsuz yönde etkilemiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülemeyen bu kamu zamlarının, yıl sonu enflasyon tahmini üzerinde 0,9 puanlık artırıcı yönde etkisi olmuştur (Tablo 2).

Sonuç olarak, temelde ithalat fiyat gelişmelerine ve vergi artışları ile enerji fiyat ayarlamalarına bağlı olarak 2012 yıl sonu tahmini Temmuz Enflasyon Raporu'na kıyasla 1,2 puan yukarı çekilmiştir.

Tablo 2. 2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	Ocak 12	Nisan 12	Temmuz 12	Ekim 12
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	6,5	6,5	6,2	7,4
İki Enflasyon Raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)				
	Nisan-Ocak	Temmuz-Nisan	Ekim-Temmuz	Aralık-Ekim*
Gıda	0,0	-0,15	0,0	-0,8
Petrol ve Diğer Emtia Fiyatları	0,1	-0,15	0,4	-0,1
Ek Mali Tedbirler	0,0	0,0	0,9	0,0
Enflasyonun Ana Eğilimi	-0,1	0,0	-0,1	-0,3

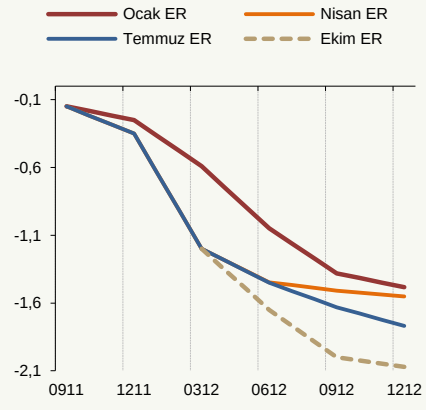
*Tahmin ile gerçekleşme arasındaki farkın kaynaklarını göstermektedir. 2012 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,2 olarak gerçekleşmiştir.
Kaynak: TCMB.

2012 Yıl Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

2012 yılının son çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonun tahmin edilenin altında gerçekleşmesine neden olan temel unsur olarak ön plana çıkmıştır. İşlenmiş gıda fiyatları sınırlı miktarda öngörülerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da toplamda Ekim ayında yüzde 7,0 olarak varsayılan 2012 yıl sonu gıda fiyat enflasyonu yüzde 3,9 olarak gerçekleşmiştir. Gıda fiyatlarında öngörülerin ötesindeki bu olumlu seyir, Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan 2012 yıl sonu tahmini (yüzde 7,4) ile gerçekleşme (yüzde 6,2) arasındaki 1,2 puanlık farkın 0,8 puanını açıklamaktadır.

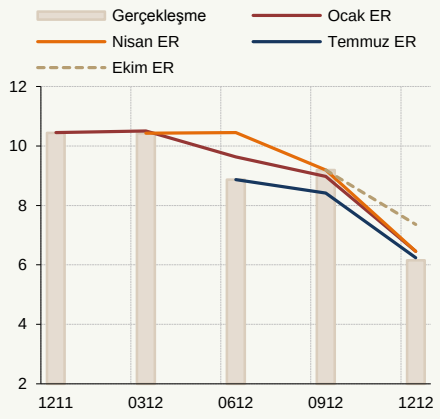
İthalat fiyatları, yılın son çeyreğinde genel olarak olumlu bir seyir izlemiş ve 2012 yılında bir önceki yıla kıyasla ortalama yüzde 2,4 oranında azalmıştır. Döviz kurundaki gelişmelerle birlikte değerlendirildiğinde bu artış, yıl sonu enflasyon tahmini ile gerçekleşmesi arasındaki farkın 0,1 puanını açıklamaktadır (Tablo 2). Buna ek olarak, yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri, öngörülerin bir miktar altında kalmış, bu çerçevede çıktı açığı tahminleri 2012 yılı ikinci yarısı için aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 7.2.3). Talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği katkının artmasına paralel olarak, enflasyonun ana eğilimi Ekim Raporu'na kıyasla daha olumlu seyretmiştir (Tablo 2). Bu doğrultuda temel mal ve hizmet fiyatlarındaki artışlar da daha sınırlı kalmıştır.

Grafik 1. a: 2012 Yılı Boyunca Çıktı Açığı Tahminindeki Güncellemeler



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.b: 2012 Yılı Boyunca Enflasyon Tahminindeki Güncellemeler



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Özetle, 2012 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler arasında farklılaşmasında petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gelişmeler, gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki düzenlemeler etkili olmuştur (Grafik 1.b). TCMB enflasyon raporları aracılığıyla tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna açıklamış ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmiştir.

Grafikler

1. GENEL DEĞERLENDİRME

Grafik 1.a. Küresel Risk İştahı Endeksleri 1
Grafik 1.b. Gelişmekte Olan Ülkelere Portföy Akımları 1
Grafik 1.1.1. Cari İşlemler Dengesi 2
Grafik 1.1.2. Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı 2
Grafik 1.1.3. Enflasyon ve Belirsizlik Aralığı 3
Grafik 1.1.4. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri 3
Grafik 1.1.5. Faiz ve Likidite Politikası Uygulamaları 3
Grafik 1.1.6. Getiri Eğrisi 5
Grafik 1.1.7. Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi 5
Grafik 1.1.8. TL Kredi Faizleri 5
Grafik 1.1.9. İşletmelere Verilen Kredilere İlişkin Standartlar 5
Grafik 1.1.10. Kur Etkisinden Arındırılmış Toplam Kredilerin Büyüme Eğiliminin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması 6
Grafik 1.1.11. Toplam Kredilerin Yıllık Büyüme Oranı 6
Grafik 1.1.12. Finansal Koşullar Endeksi 7
Grafik 1.2.1. Ekim Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler 7
Grafik 1.2.2. Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları 8
Grafik 1.2.3. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I 8
Grafik 1.2.4. 2012 Yılının Üçüncü Çeyreğinde Nihai Yurt İçi Talep: Tahmin ve Gerçekleşme 9
Grafik 1.2.5. İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2008Ç2=100) 10
Grafik 1.2.6. Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler 11
Grafik 1.3.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri 12
Grafik 1.3.2. Enflasyon Tahmini 13
Grafik 1.3.3. Çıktı Açığı Tahmini 13

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Grafik 2.1.1. Küresel Büyüme Oranları 22
Grafik 2.1.2. Küresel Büyüme Oranları 22
Grafik 2.1.3. ABD PMI Endeksleri 23
Grafik 2.1.4. Euro Bölgesi PMI Endeksleri 23
Grafik 2.1.5. JP Morgan Küresel PMI Endeksleri 24
Grafik 2.1.6. Küresel Üretim Endeksleri 24
Grafik 2.2.1. S&P Goldman Sachs Emtia Fiyatları Endeksleri 25
Grafik 2.2.2. ABD Ham Petrol Stokları 25
Grafik 2.2.3. Ham Petrol (Brent) Fiyatları 26
Grafik 2.2.4. WTI – Brent Fiyat Gelişmeleri 26
Grafik 2.3.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Tüketici Fiyat Enflasyonu 27
Grafik 2.3.2. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler Çekirdek Tüketici Fiyat Enflasyonu 27
Grafik 2.3.3. ABD ve Euro Bölgesi Enflasyon Telafisi 28
Grafik 2.4.1. Küresel Risk İştahı Endeksleri 29
Grafik 2.4.2. GIIPS Ülkeleri Getiri Farkı 29
Grafik 2.4.3. Gecelik Endeks Takası (OIS) Farkları 30
Grafik 2.4.4. Euro – ABD Doları Çapraz Kur Takası Oranı 30
Grafik 2.4.5. Euro Bölgesi Kredi Eğilim Anketi 30
Grafik 2.4.6. ABD Kredi Eğilim Anketi 30
Grafik 2.4.7. Küresel Hisse Senedi Piyasaları 31
Grafik 2.4.8. Bölgesel EMBI+ Gelişmeleri 31
Grafik 2.5.1. Gelişmekte Olan Ülkeler Yıllık Fon Akımları 32
Grafik 2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkeler Aylık Fon Akımları 32
Grafik 2.6.1. Gelişmiş Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 – Ocak 2013 33
Grafik 2.6.2. Gelişmekte Olan Ülkelerin Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler: Ocak 2010 - Ocak 2013 33
Grafik 2.6.3. Gelişmiş Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti 34
Grafik 2.6.4. Enflasyon Hedeflemesi Yapan Gelişmekte Olan Ülkeler, Ortalama Faiz-Beklenti 34

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Grafik 3.1.1. Gruplar İtibarıyla TÜFE 40
Grafik 3.1.2. Yıllık Tüketici Enflasyonuna Katkı 40
Grafik 3.1.3. İşlenmemiş Gıda Fiyatları 41

Grafik 3.1.4. Taze Meyve-Sebze ve Tüketici Fiyatları 41
Grafik 3.1.5. Gıda Fiyatları 41
Grafik 3.1.6. Seçilmiş İşlenmiş Gıda Ürünleri Fiyatları 41
Grafik 3.1.7. Enerji Grubu Fiyatları 43
Grafik 3.1.8. Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları 43
Grafik 3.1.9. Temel Mal Fiyatları 44
Grafik 3.1.10. Temel Mal Fiyatları 44
Grafik 3.1.11. Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları 45
Grafik 3.1.12. Alt Gruplar İtibarıyla Hizmet Fiyatları 45
Grafik 3.1.13. Hizmet Fiyatları 45
Grafik 3.1.14. Hizmet Fiyatları Yayılım Endeksi 45
Grafik 3.1.15. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I 46
Grafik 3.1.16. Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I 46
Grafik 3.1.17. TÜFE ve H Yayılım Endeksleri 47
Grafik 3.1.18. Temel Enflasyon Göstergeleri SATRIM ve FCORE 47
Grafik 3.1.19. Üretici ve Tüketici Fiyatları 48
Grafik 3.1.20. Tarım Fiyatları 48
Grafik 3.1.21. ABD Doları ve Türk Lirası Cinsinden İthalat Fiyatları 48
Grafik 3.1.22. Petrol Hariç İmalat Sanayi Fiyatları 48
Grafik 3.2.1. 12 ve 24 Ay Sonrasındaki TÜFE Beklentileri 49
Grafik 3.2.2. Enflasyon Beklentileri Eğrisi 49
Grafik 3.2.3. Gelecek 12 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı 49
Grafik 3.2.4. Gelecek 24 Aylık Enflasyon Beklentilerinin Dağılımı 49

4. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ

Grafik 4.1.1. GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep 54
Grafik 4.1.2. Tüketim Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri 55
Grafik 4.1.3. Sermaye Malları Üretim ve İthalat Miktar Endeksleri 55
Grafik 4.1.4. Şu Anda Kayıtlı Siparişler 55
Grafik 4.1.5. Nihai Yurt İçi Talep 55
Grafik 4.1.6. Tüketici Kredileri Değişim Oranı 56
Grafik 4.1.7. Ticari Krediler Değişim Oranı 56
Grafik 4.1.8. CNBC-e ve TÜİK-TCMB Tüketici Güven Endeksleri 56
Grafik 4.1.9. İYA Yatırım Beklentisi 56
Grafik 4.1.10. Gelecek Üç Ay İç Piyasa Sipariş Beklentileri 57
Grafik 4.1.11. Öncü Göstergeler Endeksi 57
Grafik 4.2.1. Net İhracatın Yıllık Büyümeye Katkısı 58
Grafik 4.2.2. Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı 58
Grafik 4.2.3. İhracat Miktar Endeksleri 59
Grafik 4.2.4. Dünya ve Bölge İthalatları 59
Grafik 4.2.5. Küresel PMI Endeksleri 59
Grafik 4.2.6. İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi 59
Grafik 4.2.7. İthalat Miktar Endeksleri 60
Grafik 4.2.8. Toplam Krediler 60
Grafik 4.2.9. Cari İşlemler Dengesi 61
Grafik 4.2.10. Cari İşlemler Dengesi 61
Grafik 4.3.1. İşsizlik Oranları 62
Grafik 4.3.2. Tarım Dışı İstihdam ve Toplam Çalışılan Saat 62
Grafik 4.3.3. Hizmet ve İnşaat Sektörleri İstihdamı 62
Grafik 4.3.4. Tarım Dışı İstihdam 62
Grafik 4.3.5. Sanayi İstihdamı ve Üretimi 63
Grafik 4.3.6. İmalat Sanayi İstihdamı ve PMI İstihdam Endeksi 63
Grafik 4.3.7. Metalik Olmayan Mineral Ürün Üretimi, İthalatı ve İnşaat Katma Değeri 64
Grafik 4.3.8. İş Bulma Olanakları Endeksi ve Tarım Dışı Sektörde İstihdamın İşgücüne Oranı 64
Grafik 4.3.9. Tarım Dışı Sektörlerde Saatlik İşgücü Maliyeti 64
Grafik 4.3.10. Hanehalkı Tüketimi ve Reel Ücret Ödemeleri 64
Grafik 4.3.11. Reel Birim Ücret 65
Grafik 4.3.12. Tarım Dışı Sektörde Katma Değer ve İstihdam 65

5. FİNANSAL PİYASALAR VE FİNANSAL ARACILIK

Grafik 5.a. Finansal Koşullar Endeksi ve Ekonomik Aktivite 75
Grafik 5.b. Finansal Koşullara Katkılar 75
Grafik 5.1.1. Göreli EMBI Endeksleri (02.01.2012 =1) 76
Grafik 5.1.2. Göreli MSCI Borsa Endeksleri (02.01.2012 =1) 76
Grafik 5.1.3. Yurt Dışı Yerleşiklerin Net Portföy Hareketleri 77
Grafik 5.1.4. Bir Yıldan Kısa Vadeli TL Kur Takası İşlemlerinin Toplam İçerisindeki Payı 77
Grafik 5.1.5. TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD Doları Karşısında Değeri 78
Grafik 5.1.6. Kur Sepeti ve Risk Primi 78
Grafik 5.1.7. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli) 79
Grafik 5.1.8. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (12 Ay Vadeli) 79
Grafik 5.1.9. TCMB Fonlaması 80
Grafik 5.1.10. İMKB Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler 80
Grafik 5.1.11. Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları 81
Grafik 5.1.12. Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları 81
Grafik 5.1.13. Döviz Rezerv Opsiyonu Katsayıları 82
Grafik 5.1.14. Altın Rezerv Opsiyonu Katsayıları 82
Grafik 5.1.15. Bankaların Döviz Rezerv Opsiyonu Dilimini Kullanma Oranları 82
Grafik 5.1.16. Bankaların Altın Rezerv Opsiyonu Dilimini Kullanma Oranları 82
Grafik 5.1.17. Bankaların Seçilmiş YP Bilanço Kalemlerindeki Değişim 83
Grafik 5.1.18. TCMB Döviz Rezervleri 83
Grafik 5.1.19. Son Çeyrekte Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim 84
Grafik 5.1.20. Son Çeyrekte Altı Ay Vadeli Piyasa Faizlerindeki Değişim 84
Grafik 5.1.21. Beş Yıl Vadeli Piyasa Faizleri 85
Grafik 5.1.22. Altı Ay Vadeli Piyasa Faizleri 85
Grafik 5.1.23. 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri 85
Grafik 5.1.24. 12 Ay Sonrası Politika Faiz Beklentileri 85
Grafik 5.1.25. Getiri Eğrisi 86
Grafik 5.1.26. Gösterge Faizin Seyri 86
Grafik 5.1.27. Türkiye'nin İki Yıllık Reel Faizi 86
Grafik 5.1.28. İki Yıllık Reel Faizler 86
Grafik 5.1.29. Tüketici Kredileri Faizlerindeki Gelişmeler 87
Grafik 5.1.30. TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler 87
Grafik 5.1.31. TL Mevduat Faiz Oranı ve TCMB Ortalama Faiz 88
Grafik 5.1.32. TL Ticari Kredi Faizi – Mevduat Faizi Farkı 88
Grafik 5.1.33. TL Kur Takası İşlemleri Faiz Oranları 88
Grafik 5.1.34. Bankalarca Yurt İçinde İhraç Edilen Tahvil ve Bonoların Birincil Piyasa Faiz Oranları 88
Grafik 5.2.1 Yurt İçi Kredi Stoku ve Net Kredi Kullanımı 89
Grafik 5.2.2 Firmaların Yurt Dışından Sağladığı Kredi Stoku ve Yıllık Net Kredi Kullanımı 89
Grafik 5.2.3 Bankalarca Reel Kesime Açılan Kredilerin Artış Hızı 90
Grafik 5.2.4 Ticari ve Tüketici Kredileri Büyüme Hızları 90
Grafik 5.2.5 Tüketici Kredilerinin Büyüme Hızlarının Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması 91
Grafik 5.2.6 Tüketici Kredileri Haftalık Büyüme Hızları 91
Grafik 5.2.7 Tüketici Kredileri Standartları 92
Grafik 5.2.8 Tüketici Kredileri Talebi 92
Grafik 5.2.9 Ticari Kredilerin Geçmiş Yıllarla Karşılaştırılması 92
Grafik 5.2.10 TL ve YP Ticari Kredilerin Artış Hızları 92
Grafik 5.2.11 Ölçeklere Göre İşletme Kredileri Büyüme Hızları 93
Grafik 5.2.12 İşletmelere Verilen Kredilere İlişkin Standartlar 93
Grafik 5.2.13 İşletmelerin Kredi Talebi 93
Grafik 5.2.14 M3 Para Arzının Bilanço Karşılıklarının Seyri 94
Grafik 5.2.15 Emisyon ve Cari Tüketim Harcamaları 94

6. KAMU MALİYESİ

Grafik 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Dengeleri 107
Grafik 6.1.2. Merkezi Yönetim Bütçe Gelirleri ve Faiz Dışı Harcamalar 107
Grafik 6.1.3. Reel Vergi Gelirleri 109
Grafik 6.1.4. Reel KDV ve ÖTV Gelirleri 109
Grafik 6.2.1. Kamu Borç Stoku Göstergeleri 110
Grafik 6.2.2. Merkezi Yönetim Borç Stokunun Kompozisyonu 110
Grafik 6.2.3. Nakit İç Borçlanmanın Ortalama Vadesi ve İç Borç Stokunun Vadeye Kalan Süresi 110
Grafik 6.2.4. Tahvil İhracı Yoluyla Borçlanma 110
Grafik 6.2.5. Toplam İç Borç Çevirme Oranı 111
Grafik 6.2.6. İskontolu İhalelerde Gerçekleşen Ortalama Borçlanma Vadesi ve Faiz Oranı 111

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Grafik 7.1.1. Getiri Eğrisi 115
Grafik 7.1.2. İhracat Ağırlıklı Küresel İktisadi Faaliyet Endeksi (2008Ç2=100) 117
Grafik 7.1.3. Petrol ve İthalat Fiyat Varsayımlarındaki Güncellemeler 118
Grafik 7.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri 119
Grafik 7.2.2. Çıktı Açığı Tahmini 120
Grafik 7.2.3. Enflasyon Tahmini 120
Grafik 7.2.4. İşlenmemiş Gıda ve Tütün Dışı Enflasyon Tahmini 121

Tablolar

2. ULUSLARARASI EKONOMİK GELİŞMELER

Tablo 2.1.1. ABD İşsizlik Göstergeleri 23
Tablo 2.1.2. 2013 Yılsonuna İlişkin Büyüme Tahminleri 25
Tablo 2.3.1. 2013 Yılsonuna İlişkin Enflasyon Tahminleri 29

3. ENFLASYON GELİŞMELERİ

Tablo 3.1.1. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları 42
Tablo 3.1.2. Temel Mal Fiyatları 44
Tablo 3.1.3. ÜFE ve Alt Kalemler 47

6. KAMU MALİYESİ

Tablo 6.1. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve AB Tanımlı Borç Stoku 105
Tablo 6.1.1. Merkezi Yönetim Bütçe Büyüklükleri 106
Tablo 6.1.2. Merkezi Yönetim Faiz Dışı Harcamaları 107
Tablo 6.1.3. Merkezi Yönetim Genel Bütçe Gelirleri 108

7. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER

Tablo 7.1.1. Varsayımlardaki Güncellemeler 116
Tablo 7.2.1. TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler 121

Geçmiş Enflasyon Raporlarında Yayınlanan Kutular

2012-IV

2.1. Son Dönem Portföy Akımlarını Belirleyen Faktörler
3.1. Yönetilen Fiyatlar ile Dolaylı Vergi Ayarlamalarının Tüketici Enflasyonuna Etkileri
4.1. Stoklardaki Son Dönem Hareketler
4.2. Türkiye'nin Altın Stokunun Hesaplanması
4.3. Altının Cari İşlemler Dengesi ve Büyüme Üzerine Etkisi
4.4. Ticaret-Hizmet Sektöründe Reel Birim Ücretler
5.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizması
5.2. Finansal Koşullar Endeksi
5.3. Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi

2012-III

2.1. ABD Konut Piyasası Dinamikleri
3.1. TÜFE'de Mevsimlik Ürünler ve Öngörülemeyen Oynaklık
3.2. Türkiye'de Enflasyonun Yüksek Seyrinde Öne Çıkan Alt Gruplar
4.1. İktisadi Faaliyetin İkinci Çeyrekteki Ana Eğilimi
4.2. İhracatta Bölgesel ve Sektörel Çeşitlenme
4.3. 2001 ve 2008 Krizleri Sonrası İşsizlik Oranı Gelişmelerinin, İşgücü,İstihdam ve Büyüme Dinamikleri İtibarıyla İncelenmesi
5.1. Çapraz Kur Takası ve Bono Piyasaları Arasındaki İlişki
5.2. Türkiye'nin Net Finansal Döviz Pozisyonu

2012-II

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

2012-I

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

2011-IV

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

2011-III

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

2011-II

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

2011-I

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

2010-IV

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

2010-III

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

2010-II

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

2010-I

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

2009-IV

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

2009-III

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

2009-II

1.1. Küresel Krizin Etkisini Hafifletmeye Yönelik Olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarafından Alınan Önlemler
2.2. 2008 Kasım Döneminden Bugüne Uygulanan Ön Yüklemeli 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 Yılının İlk Çeyreğinde İktisadi Faaliyette Hızlanma Var Mı? Mevsimsel Unsurlar ve Çalışılan İş Günü Sayısının Milli Gelir Verilerine Etkisi
5.1. Likidite Gelişmeleri ve Para Politikası Referans Faiz Oranı

2008-II

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

2008-I

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

2007-IV

5.1. Getiri Eğrileri ve Para Politikası Kararları

2007-III

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

2007-II

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

2007-I

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

2006-IV

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

2006-III

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

2006-II

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

2006-I

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

Kısaltmalar

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
TÜRKBESD	Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
CDS	Kredi İflas Takası
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
ECB	Avrupa Merkez Bankası
EMBI	Gelişmekte Olan Piyasalar Tahvil Endeksi
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
Fed	Amerikan Merkez Bankası
FHFA	Federal Konut Finansman Ajansı
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IEA	Uluslararası Enerji Ajansı
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
Kurul	Para Politikası Kurulu
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OIS	Gecelik Endeks Takası
OECD	Uluslararası İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OSD	Otomotiv Sanayii Derneği
OVP	Orta Vadeli Program
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
PMI	Satın Alma Yöneticileri Endeksi
ROK	Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyonu Mekanizması
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
WTI	Texas Tipi Ham Petrol
TL	Türk Lirası

2013 Yılı Para Politikası Kurulu Toplantıları ve Rapor Takvimi			
PPK Toplantıları	PPK Özetinin İnternet Yayını	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
22 Ocak 2013	29 Ocak 2013	29 Ocak 2013	
19 Şubat 2013	26 Şubat 2013		
26 Mart 2013	29 Mart 2013		
16 Nisan 2013	24 Nisan 2013	30 Nisan 2013	
16 Mayıs 2013	23 Mayıs 2013		30 Mayıs 2013
18 Haziran 2013	25 Haziran 2013		
23 Temmuz 2013	30 Temmuz 2013	30 Temmuz 2013	
20 Ağustos 2013	27 Ağustos 2013		
17 Eylül 2013	24 Eylül 2013		
23 Ekim 2013	31 Ekim 2013	31 Ekim 2013	
19 Kasım 2013	26 Kasım 2013		28 Kasım 2013
17 Aralık 2013	24 Aralık 2013		