

## İÇİNDEKİLER

### ❖ Yurtiçi Ekonomi Raporu

#### 2012 Beklentilerimiz: ÖZET

Bu raporumuz, 21 Kasım 2011 tarihinden itibaren yayınladığımız yıl sonu beklentilerimizin genel bir özetinden oluşmaktadır. Son bir ay içinde dünya ekonomisinin görünümüne dair değerlendirmeler 2012 yılının “olağandışı belirsizlikler” içeren bir yıl olduğu noktasında birleşmektedir. Bu belirsizliklerin esas olarak Euro Bölgesi’nde yoğunlaştığı düşünülürken, küresel piyasaların kazanç imkanlarının sınırlı olabileceği sıkıntılı ve zor bir döneme hazırlanmaya çalışıldığı görülmektedir. Bu çerçevede Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik göstergelerine ilişkin 2012 beklentilerimizin,, tahmin ufkunun oldukça dar olduğu bir ortamda hazırlandıkları dikkate alınarak değerlendirilmesi gerektiğini bir kez daha vurgulamak isteriz. Ayrıca, esas aldığımız senaryoların çeşitli varsayımlarla genişletilerek daha geniş bir olasılık düzlemi oluşturulabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.

#### Enflasyon yirmi ay sonra tekrar çift haneli seviyelerde

Yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %3.98’e kadar gerileyen TÜFE, yılın son ayında çift haneli rakamlara ulaşarak %10.45 seviyesine yükselmiştir. Böylelikle TÜFE aynı yıl içinde hem 41 yılın en düşük seviyesine gerilemiş hem de 2008 yılı Kasım ayından beri görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Bu raporumuzda ilk olarak enflasyonun 2011 yılındaki seyri ve Merkez Bankası hedeflerinin tarihsel analizi yapılmıştır. Buna ek olarak ise 2011 yılında enflasyonun hızlı yükselişinde önemli olan harcama grupları da raporda incelenmiştir. Son olarak ise 2012 yılında enflasyonun seyrine bakış ve para politikası yansımaları ele alınmıştır.

### ❖ Ekonomi Raporu

#### Küresel Enflasyon: 2011 görünümü, 2012 yılına bakış

2011 yılında Türkiye ekonomisinde enflasyonun hedeflenen seviyenin çok üzerine çıkması ile söz konusu göstergelere ilişkin endişeler de artmıştır. Bu raporumuzda 2011 yılında küresel enflasyonun seyri ve bu seyri belirleyen temel etkenler incelenmiştir. Söz konusu inceleme yurtiçi enflasyon gelişmelerinin analiz edilmesi bağlamında önemli ipuçları da içermektedir. Raporda ayrıca 2012 yılına ilişkin genel beklentiler ve söz konusu beklentileri destekleyen argümanlar ele alınmıştır.

#### İşsizlik oranında yükseliş sinyalleri...

2011 yılı Eylül ayında %8.8 seviyesine kadar gerileyen işsizlik oranı Ekim ayında %9.1’e yükselmiştir. Ekim ayında açıklanan işsizlik rakamları incelendiğinde işsizlik oranının yanı sıra mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik ve tarım dışı işsizlik oranlarında da artış yaşandığı görülmektedir. Böylece mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranının Mayıs ayından beri takip ettiği aşağı yönlü trendin bozulduğu dikkat çekmektedir. 2005 bazlı işsizlik oranının tarihinin en düşük seviyelerine gerilediği Eylül ayının ardından Ekim ayında yaşadığı yükseliş, son çeyrekte işsizliğin artmaya başladığına işaret etmektedir. Ayrıca Ekim ayı rakamları, işsizlik oranlarında yaşanan düşüşün sona erebileceği ihtimalini de gündeme getirmiş ve istihdam koşullarındaki iyileşme üzerinde olumsuz bir görünüm sergilemiştir.

#### Reel faizin düşüş trendi sürüyor...

TCMB yılın ilk toplantısında beklentilere paralel olarak faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ocak ayı toplantıları ile Brezilya, Romanya, İsrail ve Şili merkez bankalarının ise faiz indirimlerine gittikleri görülmektedir. Bu raporumuzda Türkiye ve gelişmekte olan ülke politika faiz oranlarının seyri ve politika tercihlerindeki temel belirleyici unsurlar ele alınmıştır. Buna ek olarak, Türkiye’de reel faizin seyri diğer gelişmekte olan ülkelerin reel faizleri ve kurlarındaki gelişmeler ile birlikte incelenmiştir. Raporun son bölümünde ise küresel faizlerdeki düşük seyrin cari işlemler açığının finansmanına yansımaları ele alınmıştır.

## 2012 Beklentilerimiz: ÖZET

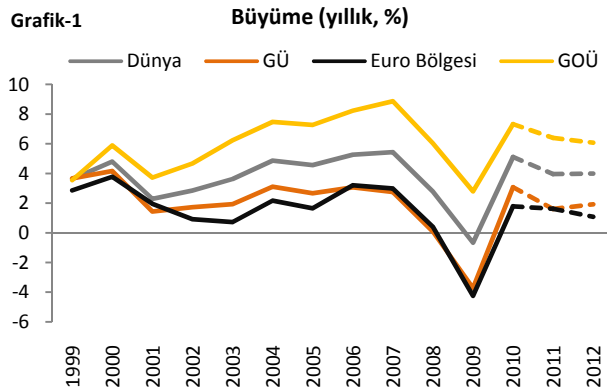
Bu raporumuz, 21 Kasım 2011 tarihinden itibaren yayınladığımız yıl sonu beklentilerimizin genel bir özetinden oluşmaktadır. Son bir ay içinde dünya ekonomisinin görünümüne dair değerlendirmeler 2012 yılının “olağandışı belirsizlikler” içeren bir yıl olduğu noktasında birleşmektedir. Bu belirsizliklerin esas olarak Euro Bölgesi’nde yoğunlaştığı düşünülürken, küresel piyasaların kazanç imkanlarının sınırlı olabileceği sıkıntılı ve zor bir döneme hazırlanmaya çalışıldığı görülmektedir. Bu çerçevede Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik göstergelerine ilişkin 2012 beklentilerimizin,, tahmin ufkunun oldukça dar olduğu bir ortamda hazırlandıkları dikkate alınarak değerlendirilmesi gerektiğini bir kez daha vurgulamak isteriz. Ayrıca, esas aldığımız senaryoların çeşitli varsayımlarla genişletilerek daha geniş bir olasılık düzlemi oluşturulabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.

2012 yılının Türkiye ekonomisi için tüm beklentilerin ötesinde olumlu bir dönemin başlangıcı olarak ülkemize zenginlik ve refah getirmesini dileriz.

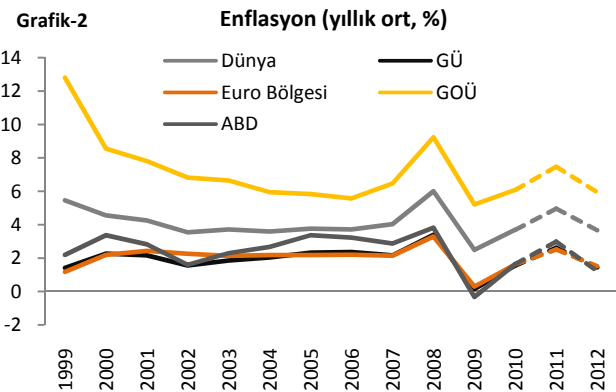
### Yurtdışı Beklentilerimiz

Dünya ekonomisi 2011 yılını, önceki yıldan devraldığı Euro Bölgesi ülkelerinin yüksek kamu açıklarının yarattığı sorunlar ve krizden en çok etkilenen bölgeler olan gelişmiş ülkelerin bozulan büyüme görünümünün yarattığı endişelerle geçirirken, 2012 yılına küresel büyüme performansının azalacağı ve Euro Bölgesi sorunlarının mevcut belirsizlikleri biraz daha artıracacağı beklentileri içinde girmiştir.

Türkiye’nin makro ekonomik göstergelerine dair 2012 beklentilerimizi belirlerken, küresel ekonominin mevcut tablosu ışığında önümüzdeki bir yıl içinde nasıl bir görünüme sahip olacağı konusunda üç temel senaryo esas almaktayız. Baz senaryomuz, Euro Bölgesi ülkelerinin borç sorunlarının yarattığı belirsizliklerin devam edeceği, ancak yeni bir finans krizinin oluşmayacağı, ayrıca küresel büyüme görünümünün 2011 yılına göre daha zayıf olacağı öngörüsünü yansıtmaktadır. Euro Bölgesi ekonomisinin kısa süreli bir daralma yaşaması beklenen bu senaryoda, gelişmiş ülkelerde genişletici para politikalarına devam edilmesiyle düşük faiz – yüksek likidite koşullarının sürecektir. ABD’nin büyüme performansında çok belirgin bir canlanma yaşanmayacağı öngörülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin büyüme performanslarının da 2011 yılına göre daha düşük olacağı ve bunun sonucunda bu ülkelerde para politikası duruşunun da nispeten genişletici hale geleceği, ayrıca kamu maliyesi dengelerinin gelişmiş ülkelerdeki kadar kırılganlık oluşturmaması nedeniyle maliye politikası araçlarının da büyümeyi destekleyecek yönde bir miktar kullanılabilme imkanı olduğu düşünülmektedir.



Kaynak: IMF



Kaynak: IMF

2012 yılında küresel ölçekte enflasyon oranlarının ise düşük büyüme beklentileri ve baz etkisi ile 2011’deki seviyelerinin altında gerçekleşebileceğini düşünmekteyiz. Ancak, jeopolitik unsurların 2012 yılında da farklı şekillerde gündeme gelerek emtia fiyatları kanalıyla maliyet enflasyonu yaratma olasılığı bu beklentimiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, 2011 boyunca enflasyonist baskıları frenlemeye çalışan

gelişmekte olan ülkelerden bazılarının 2011'in son aylarında azalan enflasyonun desteğiyle likidite koşullarını gevşettikleri görülsede, 2012 yılında enflasyonun IMF beklentileri ölçüsünde bir düşüş yaşamayabileceği ihtimali dikkate alınmalıdır. Bu olasılık gelişmekte olan ülkelerin büyüme kaygıları nedeniyle para politikasında genişletici bir duruş sergileme imkanını sınırlayabilecektir.

Küresel ekonomide gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki cari işlemler dengesizliklerinin 2012 yılında da devam edeceği öngörüldürken, gelişmiş ülkelerin yüksek kamu açıklarının oldukça yavaş olan gerileme sürecinin hızlanacağı yönünde şu an için bir işaret bulunmamaktadır.

IMF tahminleri ile de uyumlu olan baz senaryo tahminlerimiz karşısındaki birinci alternatif senaryomuzda ABD ekonomisinin 2012 yılında potansiyel büyüme hızına yakın bir büyüme kaydedeceği, böylece ABD'nin kamu maliyesi üzerindeki ağırlığın bir miktar azalacağı, Euro Bölgesi ülkelerinin borç sorunlarına daha makul bir çözüm bulunmasıyla mevcut risklerin azalabileceği, ancak daraltıcı mali önlemlerin etkisiyle büyüme performansının düşük olacağı varsayılmaktadır. ABD istihdam koşullarındaki iyileşmenin ciddi bir değişim göstermeyeceği düşünülürken, enflasyonun 2011 yılında olduğundan daha fazla hissedilebileceği ve böylece kamu borçlarının monetizasyonuna katkısının bir miktar artabileceği düşünülmektedir. Bu senaryoya göre gelişmekte olan ülkelerde ise büyüme oranları ve enflasyonist baskıların beklendiği kadar azalmayabileceğini tahmin edilmektedir.

İkinci alternatif senaryomuz ise Euro Bölgesi'ne dair mevcut belirsizliklerin devam etmesi ve küresel büyümenin beklenenden yavaş olması ihtimaline dayanmaktadır. Bu senaryomuz ayrıca, parasal genişleme önlemlerinin istenen büyüme performansı için yeterli olmayacağı ancak yeni bir küresel resesyonun da yaşanmayacağı varsayımını içermektedir.

## Yurtiçi Beklentilerimiz

### 1- Büyüme

2011 yılında yüksek bir büyüme performansı gösteren Türkiye, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde %8.8 oranında büyümüştür. Böylece 2011 yılının ilk üç çeyreğinde %9.6 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi en hızlı büyüyen ekonomiler arasında yer almıştır.

Grafik-3 Reel GSYİH Büyüme Oranı (y-y,%)



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

Reel GSYİH Büyüme Oranı (y-y, %)		
2012 Beklentimiz		
Baz Senaryo	Senaryo 1	Senaryo 2
2.5	5.1	-0.8

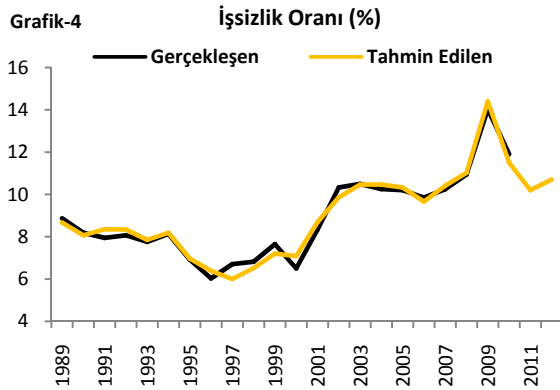
Bir önceki bölümde belirttiğimiz gibi Avrupa ülkelerinde yüksek kamu açıklarını ortadan kaldırmak üzere uygulanan daraltıcı maliye politikalarının ekonomiyi yavaşlatıcı etkileri ve ABD'de istenen istihdam ve büyüme

koşullarının sağlanamamış olması 2012 yılındaki büyüme performansı açısından olumsuz bir tabloya işaret ederken, bu durum dış ticaret kanalıyla diğer ekonomiler açısından da risk oluşturmaktadır. Küresel ekonominin mevcut gidişatı ve 2011 yılından gelen olumsuz baz etkisi göz önüne alındığında baz senaryomuzda göre Türkiye ekonomisinin 2012 yılının tamamında yıllık bazda %2.5 oranında büyümesini bekliyoruz.

21 Kasım 2011 tarihli [Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporumuzda](#) da belirttiğimiz gibi, baz senaryo büyüme beklentimiz üzerindeki aşağı ve yukarı yönlü riskleri belirleyebilmek için karşılaştırmalı tarihsel analiz yöntemi uygulanarak, yurtdışında ılımlı büyüme performansı gerçekleşeceğini varsayarak 1998 bazlı reel Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) serisinde kriz yıllarını ve trendden sapan diğer uç değerleri dışlayarak kurduğumuz birinci alternatif senaryomuzda, 2012 yılı büyüme oranı beklentimizin %5.1'e yakınsayacağını öngörmekteyiz.

Gelişmiş ülkelerdeki olumsuz görünümün dünya geneline yayılması ve dünya ekonomisinde belirgin bir yavaşlamanın görülmesi ihtimalini içeren ikinci senaryomuza göre, kriz yılları dışındaki dönemlerdeki büyüme oranlarının trendini gözlemleyerek gerçekleşen en düşük büyüme değerlerini 2012 yılına yansıttığımızda, Türkiye ekonomisinin %0.8 oranında daralma yaşayabileceği sonucuna ulaşmaktayız.

## 2- İşsizlik Oranı



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

İşsizlik (%)		
2012 Beklentimiz		
Baz Senaryo	Senaryo 1	Senaryo 2
10.7	9.6	12.0

Türkiye ekonomisinin 2011 yılındaki güçlü büyüme performansına paralel olarak işsizlik oranı da güçlü bir iyileşme göstermiş, Eylül 2011 itibari ile 2010 yılı sonuna göre 2.6 puan gerileyerek %8.8 seviyesine inmiştir. Kış aylarında mevsimsel olarak sınırlı bir yükseliş kaydedeceğini düşündüğümüz işsizlik oranının, 2011 yıl

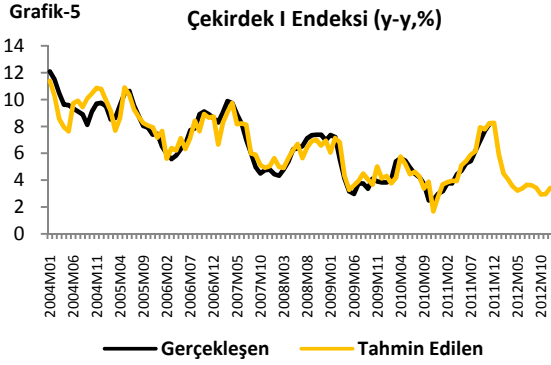
sonu itibariyle %10.2 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Böylece 2011 yılında işsizlik oranı geçmiş yıllar ile karşılaştırıldığında oldukça güçlü ve umut veren bir iyileşme kaydetmiş olacaktır. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış olarak incelendiğinde işsizlik oranda Eylül ayında gözlenen gerilemenin devam edeceğini düşünülüyor.

2011 yılında Türkiye ekonomisinin yıllık bazda %7.3 oranında büyüyeceği, 2012 yılında ise olumsuz yurtdışı görünümün de etkisi ile daha sınırlı bir büyüme performansı yakalayacağı, başka bir ifade ile Türkiye ekonomisinin yumuşak inişe geçeceği beklentisi çerçevesinde 2012 yılında işsizlik oranının bir miktar yükselmesini ve %10.7 oranında gerçekleşmesini bekliyoruz. Baz senaryomuza göre daha olumlu bir büyüme performansının yakalandığı ve güçlü talep baskısı ile enflasyonun da baz senaryonun üzerinde kaldığı birinci senaryo altında işsizlik oranının baz senaryonun altında %9.6 oranında gerçekleşmesini bekliyoruz. İkinci senaryoda ise büyümenin %0.5 ile görece olumsuz bir performans göstereceği ve enflasyonun 2012 yılı sonunda %5.1 seviyesine gerileyeceği değerlendirildiğinde işsizlik oranının 2012 yılında %12.0 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

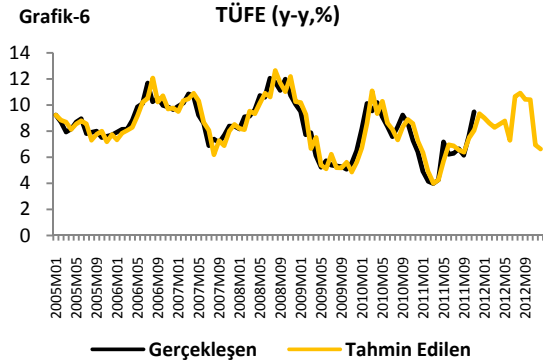
## 3- Enflasyon

2011 yılı enflasyon oranının oldukça geniş bir bantta hareket ettiği bir yıl olmuştur. 2010 yıl sonunda TCMB'nin %6.5 olan enflasyon hedefinin yakalanmasının ardından 2011 yılının ilk çeyreğinde de enflasyonda olumlu seyir devam etmiştir. 2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıldan gelen olumlu baz etkisinin de desteği ile enflasyon %3.98 ile tarihi düşük seviyelere dek gerilerken, olumlu baz etkisinin hafiflemesi ile birlikte 2011 yılının Mart ayından sonra enflasyonda gıda fiyatlarının temel belirleyici konumunda olduğu dalgalanmalar yaşanmıştır. 2011 yılının Temmuz ayından itibaren ise TL'de yaşanan değer kaybının enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı

yönlü baskıların yanı sıra son çeyrek içinde özellikle ithal malları içeren mal gruplarında yapılan yeni vergi düzenlemeleri enflasyonda beklenenin de üzerinde hareketler görmemize neden olmuştur. 2011 yılının son ayında ise gerek döviz kurlarında yaşanan yukarı yönlü hareketlerin enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri gerekse olumsuz mevsimsel koşullara bağlı olarak gıda fiyatlarında görülen artışlar enflasyon görünümünün bozulmasında temel belirleyici konumundayken, **enflasyonun 2011 yıl sonunda 2010 yılının Nisan ayından sonra ilk kez çift haneli olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.**

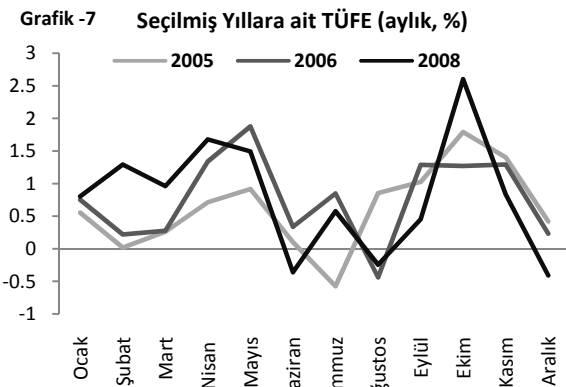


Kaynak: TÜİK, Vakıfbank



Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

2012 yılında çekirdek ve manşet enflasyonunun trendini ortaya koymak amacıyla oluşturduğumuz ekonometrik modellerin tahminleri yukarıdaki grafiklerde yer almaktadır. Modelimiz TCMB'nin manşet enflasyon gelişmelerinin yanı sıra takip ettiği ve piyasanın manşet enflasyon için öncül olarak kabul ettiği çekirdek I endeksinin yıllık bazda 2011 yılının son ayında da yükselmeye devam edeceğine, 2012 yılında ise olumlu baz etkisi ile hareketin keskin bir şekilde terse döneceğine işaret etmektedir. 2012 yılının Nisan ayından itibaren hareketlerin görece yavaşlamasını ve çekirdek I endeksinin 2012 yıl sonunda %3.4 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. 2012 yılına ilişkin manşet enflasyon tahminlerimiz ise enflasyonun yılın ilk yarısında dalgalı bir seyir izleyerek yüksek seyirlerini koruyacağına ve ardından yaz aylarına doğru hareketin aşağı döneceğine işaret etmektedir. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde enflasyonda yukarı yönlü hareketlerin yaşanmasını, yılın son çeyreğinde ise 2011 yılındaki vergi düzenlemelerinin ve yüksek gıda fiyatlarının oluşturduğu olumlu baz etkisi ile sert aşağı yönlü hareketlerin görülmesini bekliyoruz. Tahminlerimiz, TCMB'nin enflasyonun Mayıs ayında tek haneye düşeceği ve 2012'nin son çeyreğinde hızla gerileyeceği yönündeki beklentileri ile paralel bir görünüm çizmektedir. Ancak, 2012 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentimiz TCMB'nin %5.0 olan enflasyon hedefinin bir miktar üzerinde %6.6 seviyesine işaret etmektedir.



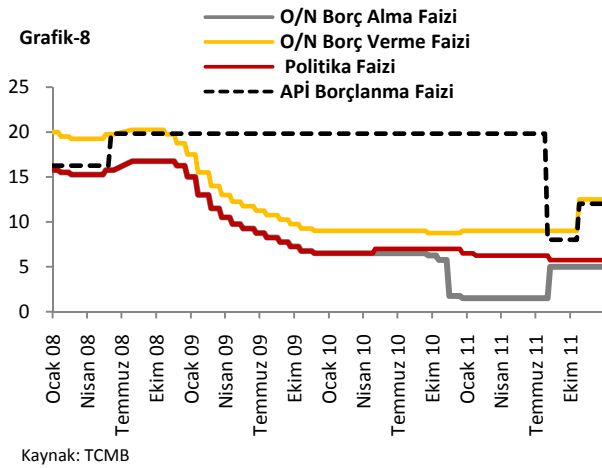
Kaynak: TÜİK, Vakıfbank

TÜFE (y-y, %)		
2012 Beklentimiz		
Baz Senaryo	Senaryo 1	Senaryo 2
6.6	8.25	5.1

2012 yılında manşet enflasyonun nasıl bir seyir izleyeceğini belirlerken, gıda enflasyonundaki aylık dalgalanmaların yüksek olduğu ve benzeştiği yılları takip eden yıllar olarak 2005, 2006 ve 2008 yıllarının aylık enflasyon artış trendi incelenerek, 2012 yılı için bir enflasyon patikası belirlenmeye çalışılmıştır. 2012 enflasyonu için yukarı yönlü riskleri ortaya koymak için ise söz konusu üç yıl ortalamasının üstünde bir enflasyon baz alınarak 2012 yılına yansıtıldığında, yıl sonunda

enflasyonun %8.25 seviyesinde gerçekleşeceği bulunmuştur. Bu yıllarda TÜFE'nin seyrinde aşağı yönlü görünümü ortaya koymak için, söz konusu üç yılın aylık TÜFE değerleri ortalamasının altında bir enflasyon rakamı 2012 yılına yansıtıldığında, 2012 yıl sonu yıllık TÜFE artışının %5.1 olarak gerçekleşeceği sonucuna ulaşılmıştır. Gerek baz senaryomuz gerekse diğer senaryolar altındaki enflasyon tahminlerimiz 2011 yılı enflasyonu ile karşılaştırıldığında, üç farklı senaryo altında da enflasyonun 2011 yıl sonuna göre gerilemesi beklenmektedir. Bunun altında yatan temel neden 2012 yılında küresel görünümde bozulmanın devam edeceği beklentisi ve küresel ekonomiye ilişkin risklerin diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu kadar Türkiye'ye de dış ticaret ve finansal piyasalar aracılığı ile yansması ihtimalidir. Yurtdışı piyasalarda beklentilerden sert bir daralmanın yaşanmaması durumunda, 2012 yılında yurtiçi talebin yurtdışı talebe göre olumlu bir performans göstermeye devam etmesini ancak 2011 yılına göre zayıflamasını bekliyoruz. Bu beklentilerimiz altında enflasyon oranının da baz senaryomuz ve alternatif senaryolarımız altında 2011 yılına göre gerilemesini bekliyoruz. **TCMB 27 Aralık 2011 tarihinde yayımladığı 2012 para politikası açıklamalarında, döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki gelişmelerin 2011 yılı enflasyon üzerindeki etkisinin yaklaşık 5 puan, yapılan vergi ayarlamalarının etkisinin ise 1.6 puan olduğunu belirtirken, bu etkilerin 2012'de kademeli olarak ortadan kalkacağını ve enflasyonun yıl sonu itibarıyla %5 hedefine yaklaşacağı öngörüsünde bulunmuştur. Baz senaryo tahminimiz %6.6 ile bu hedefin üzerinde bir rakama işaret ederken, ikinci senaryo altında TCMB'nin 2012 yılı hedefi olan %5'in yakalanabileceğini düşünüyoruz.**

#### 4- TCMB Politika Faiz Oranı



2011 yılında küresel ve yerel ölçekte pek çok faktörü dikkate alarak oldukça sıra dışı ve hassas bir para politikası izleyen TCMB'yi, küresel ekonominin gidişatı ve mevcut yurtiçi makro dengeler ışığında 2012 yılında da bir hayli zorlu bir süreç beklemektedir. TCMB'nin çıktı açığı tahminlerinin ekonomideki toparlanmanın 2011 yılının ikinci çeyreğinden itibaren terse döndüğüne işaret etmesi, ayrıca 2012 yılında büyüme oranlarının yumuşak inişe geçeceği beklentilerimiz para politikası görünümü açısından önemli görünmektedir. **Ancak, Aralık ayı ile birlikte çift hanelere yükselmesini beklediğimiz enflasyonun 2012 yılının ilk yarısında yüksek seviyelerini koruyacağı yönündeki**

**beklentilerimiz ışığında, TCMB'nin 2012 yılının ikinci çeyreğinin sonuna kadar politika faiz oranını sabit tutacağını düşünüyoruz.**

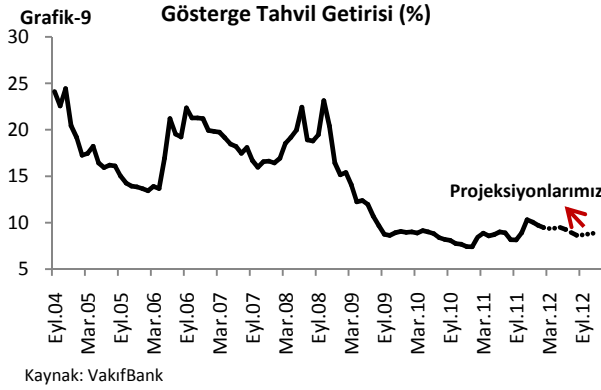
Enflasyonist baskıların bir miktar hafiflemesi ile birlikte küresel risklerin yurtiçi ekonomiye olumsuz yansımalarını hafifletmek amacıyla TCMB'nin 2012 yılının ikinci çeyreğinin sonlarından itibaren faiz indirimine başlamasını ve toplamda 75 baz puan faiz indirimine giderek politika faiz oranını %5.0 seviyesine çekmesini bekliyoruz. Düşük büyüme oranlarının yanı sıra yurtdışı likidite koşullarının da olumsuzla döndüğü bir ortamda, TCMB'nin politika faiz oranını 75 baz puan indirilmesinin yanı sıra diğer para politikası araçları ile de ekonomiyi destekleyeceğini düşünüyoruz. 2012 yılında büyüme oranının güçlü seyrini devam ettirdiği ve artan talebe bağlı olarak enflasyonun görece yüksek kaldığı diğer senaryoda ise TCMB'nin mevcut %5.75 seviyesinde olan politika faiz oranını değiştirmeden sabit tutmasını bekliyoruz.

TCMB'nin geçtiğimiz hafta açıkladığı 2012 yılı kur ve para politikasında, daha çok bankaların likidite planlarında uzun vadeli öngörülerini artırmaya yönelik yeni düzenlemelere ağırlık verdiği görülmüştür. 2012 yılına ilişkin

olarak, 1 ay vadeli repo ihalesi düzenlenmesi gibi yeni önlemlerin yanı sıra döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltmiştir. 2011 yılının ikinci yarısında TL’de yaşanan değer kayıplarına bağlı olarak ağırlık verilen döviz satım ihalelerinin ise daha sınırlı kalacağı sinyalleri verilmiştir. Diğer yandan 2012 yılında fiyat istikrarını olduğu kadar finansal istikrarı da gözetmeye devam edeceğini belirten TCMB bu amaçları doğrultusunda 2011 yılına benzer bir şekilde çeşitli politika araçlarını bir arada kullanmaya devam edecektir. Çift haneli seyrini Mayıs ayına kadar devam ettirmesini bekledikleri enflasyon oranına kıyasla çekirdek enflasyonun yıllık bazda daha erken düşüşe geçmesi beklenirken, yılın ilk yarısında parasal koşulların genel olarak sıkı kalması bekleniyor.

## 5- Piyasa Faiz Oranı

Türkiye’de piyasa faizlerinin 2012 yılındaki seyrinin, Türkiye ekonomisinin makroekonomik görünümü yanında küresel ekonomi ve finans piyasalarına yönelik riskler ile küresel likidite koşulları tarafından belirleneceği düşünülmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde, 05 Aralık 2012 tarihli [Haftalık Yurtiçi Ekonomi Raporumuzda](#) ele aldığımız söz konusu faktörler ışığında 2 yıl vadeli gösterge Hazine tahvili bileşik faizinin 2012 yılını hangi seviyede tamamlayacağına ilişkin beklentilerimiz incelenmektedir.



Gösterge Tahvil Getirisi (%)		
2012 Beklentimiz		
Baz Senaryo	Senaryo 1	Senaryo 2
8.85	11.50	7.45

Öncelikle gösterge tahvil getirisinin 2012 yılındaki seyri açısından önemli olabilecek USD/TL kurunun 2012 yıl sonunda nasıl bir performans izleyebileceğini belirlemek faydalı olacaktır. 2012 yıl sonunda USD/TL kuru beklentimiz 1.70 seviyesine işaret ederken, yavaşlaması beklenen yurtiçi talebe bağlı olarak azalan cari açık riski ile TL üzerindeki baskıların nispeten hafiflemesi mümkün görünmektedir. Ancak dinamik yapısı nedeniyle döviz kurunun aşağıda değineceğimiz senaryolar altında değerlendirilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.

Teorik olarak Merkez Bankası faizlerinin piyasa faizleri üzerinde temel belirleyici olduğu, korelasyon analizi ile de desteklenirken (korelasyon 0.96 bulunmuştur), gösterge tahvil getirisi tahminlerimizde politika faizi olan 1 haftalık repo oranının %5.00 seviyesine çekildiği bir ortam dikkate alınmıştır. Tahvil-bono piyasasının seyrinde daha çok yurtiçi makroekonomik verilerin belirleyici olduğu düşünülmesine karşın, başta ABD olmak üzere yurtdışı tahvil piyasalarındaki hareketler de yurtiçi tahvil-bono piyasasını etkilemektedir. Bu nedenle gösterge tahvil getirisi ile en çok ilişkili olduğu bulunan 2 ve 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirilerinin 2012 yılında nasıl bir performans göstereceği değerlendirmeye alınmıştır.

Modelin tahminleri 2012’nin ilk çeyreğinde gösterge tahvil getirisinin %10 seviyesinin altına gerileyeceğine işaret etmektedir. Yaz aylarına doğru ise nispeten dalgalı bir seyir yaşaması beklenen gösterge tahvil getirisinin TCMB’nin politika faizlerinde indirim gitmeye başlamasını beklediğimiz ikinci çeyreğin sonlarından itibaren aşağı yönlü bir seyir izleyeceğini düşünüyoruz. Ancak yılın üçüncü çeyreğinde enflasyonda görülebilecek yukarı yönlü hareketler üçüncü çeyrek içinde gösterge tahvil getirisinde yukarı yönlü kırılmalara neden olabilir. 2012 yılının son çeyreğinde ise bu yılın son çeyreğindeki yeni vergi uyarlamaları ve döviz kurunun enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskının yaratacağı baz etkisi ile enflasyonda aşağı yönlü hareketler görüleceğinden, bu dönemde gösterge tahvil getirisinin aşağı yönlü hareket etmesini bekliyoruz. Modelin tahminleri, TCMB’nin 2012 yılının ikinci çeyreğinin sonlarından itibaren faiz indirimine başlayarak toplamda 75 baz puan indirim gideceği yönündeki beklentilerimiz ile uyumlu bir görünüme işaret etmektedir. Diğer yandan, 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirisinin yılın ilk yarısında düşük seviyelerini koruması ve ikinci yarıdan itibaren ise kademeli

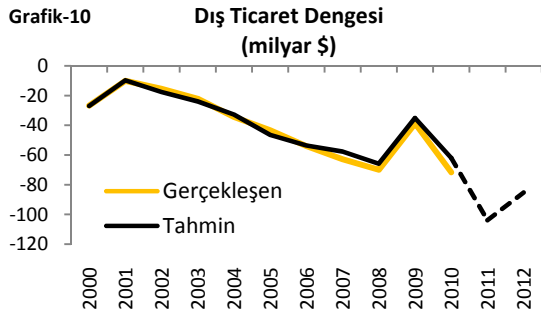
olarak yukarı yönlü hareket etmesi beklenmektedir. **Bütün bu beklentiler ışığında 2012 yılsonunda gösterge tahvil getirisinin %8.85 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.**

Yukarıda incelediğimiz makroekonomik tahminlerimiz ışığında gösterge tahvil getirisinin de değişik senaryolar altında incelenmesi faydalı olacaktır. **GSYİH'nın baz senaryoda öngörülen %2.5 seviyesinin üzerinde %5.1 seviyesinde büyüyeceği ve enflasyonun da olumlu yurtdışı talebe bağlı olarak yukarı yönlü senaryoya yakın gerçekleşeceği beklentileri altında gösterge tahvil getirisinin 2012 yılında %11.5 oranında gerçekleşeceğini öngörüyoruz.** Ayrıca söz konusu senaryo TCMB'nin faiz kararında daha temkinli olduğu bir bakış açısını içerirken, yurtdışı piyasalarda da risk algılamalarının düzeldiği ve likidite koşullarının da iyileşmeye başladığı bir ortamda ABD Hazine tahvillerinde satış baskısının hızlanacağı bir tabloyu yansıtmaktadır.

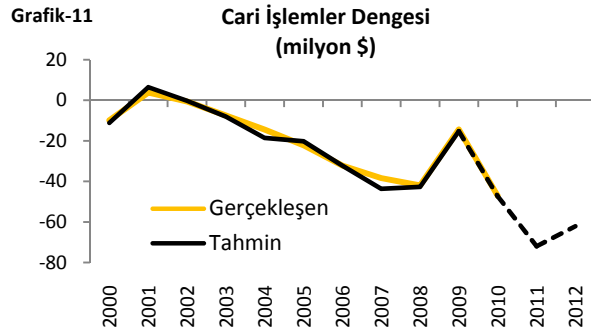
Diğer yandan ikinci senaryoda düşük büyüme oranlarının yanı sıra enflasyonun TCMB'nin de hedefi olan %5.0 seviyesine yakınsayacağı analize dahil edilirken, bu senaryoda enflasyonist baskıların görece daha sınırlı olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Enflasyonist baskıların nispeten yatıştığı bir ortamda TCMB'nin politika faiz oranında 75 baz puan indirmeye gitmesinin yanı sıra büyüme yönlü kaygıları hafifletmek amacıyla farklı para politikası araçlarını da devreye sokabileceğini düşünüyoruz. 10 yıllık ABD Hazine tahvillerinde de alımların devam edeceği ve getirinin %2.00 seviyelerinde tutunacağı düşünülmektedir. **İkinci senaryo altında gösterge tahvil getirisinin 2011 yılı sonunda %7.45 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.**

Özetle, gelişmekte olan ülkelerin 2012 yılında potansiyel büyüme oranlarının altında büyüyeceği, gelişmiş ülkelerin ise zayıf bir büyüme görünümüne sahip olacağı ve buna bağlı olarak küresel likidite bolluğunun devam edeceği beklentileri doğrultusunda merkez bankalarının politika faizlerinin genel olarak aşağı yönlü olması beklenmektedir. **Küresel ekonomiye dair beklentiler ve Türkiye ekonomisine ilişkin 2012 yılı beklentilerimiz ışığında yurt içi faiz oranlarının 2012 yıl sonu itibarıyla aşağı yönde hareket edeceğini düşünmekteyiz.** Öte yandan, küresel ekonomiye dair mevcut belirsizliklerin uzun süredir kesin bir çözüme ulaşmadan devam ediyor olmasının 2012 yılının makroekonomik ve finansal koşullar açısından zor bir yıl olması ihtimalini artırması, buna bağlı olarak risk algılamalarında aşırı oynaklıklar yaşanması ve yurt içinde enflasyondaki olası dalgalanmalar faiz oranlarının seyrine dair tahminleri 2011 yılına göre daha fazla güçlendirdiği de vurgulanmalıdır.

## 6- Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi



Kaynak: TCMB, Vakıfbank



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

Son açıklanan Ekim ayı verisiyle birlikte dış ticaret açığı 2011 yılı ilk on aylık toplamında 90.1 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. 12 aylık toplamda ise 106.6 milyar dolara ulaşan dış ticaret açığının hem 12 aylık toplamda hem de 3 aylık toplamda yıllık artış hızında sert aşağı yönlü hareketler görülmüştür. 2011 yılının Haziran ayından beri yavaşlama eğiliminde olan dış ticaret açığının 12 aylık toplamda yıllık artış hızı %67'ye kadar gerilemiştir. Olumlu ihracat performansı, TCMB ve BDDK'nın aldığı önlemlerin krediler üzerindeki etkisini göstermeye başlaması ve Temmuz ayından beri TL'de görülen değer kaybı, dış ticaret açığının yıllık artış hızında görülen yavaşlamanın nedenleri arasındadır.

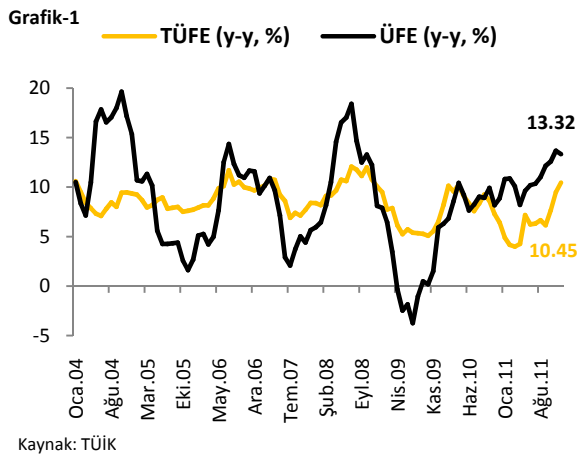


Diğer yandan, 2011 yılının Ekim ayında 4.15 milyar dolar olarak açıklanan cari işlemler açığı on iki aylık toplamda 78.6 milyar dolara ulaşmıştır. Ekim ayı verileriyle birlikte 12 aylık cari işlemler açığının artış hızında Temmuz ayından itibaren gözlenen yavaşlama daha da belirgin hale gelmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde %209.5 seviyelerine kadar yükselen cari işlemler açığının yıllık artış hızı, yılın ilk ayından bu yana yavaşlamaya devam etmiş ve özellikle Ekim ayında geçmiş son iki aya göre 30 baz puanlık güçlü bir düşüşle %103.6 seviyesine kadar gerilemiştir. Aynı zamanda üç aylık ortalamaların yıllık değişiminin ise %44 seviyesine kadar gerilemesi de cari işlemler açığındaki yavaşlamayı yansıtmaktadır. Yılın geri kalan aylarında ise cari işlemler açığındaki toparlanma eğiliminin daha da belirginleşerek devam etmesi mümkün görünmektedir.

2012 Yıl Sonu Beklentilerimiz			
	Baz Senaryo	Senaryo 1	Senaryo 2
Dış Ticaret Açığı (milyar \$)	85.3	97.3	74.9
Cari İşlemler Açığı (milyar \$)	62.1	72.4	53.1

2012 yılı için baz senaryomuz altında dış ticaret açığının 85.3 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 62.1 milyar dolar olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Öte yandan birinci alternatif senaryomuza göre yüksek büyüme beklentisinin yanı sıra petrol fiyatlarının 111 dolar, kurun ise 1.60 seviyesinde olacağı beklentisi altında dış ticaret açığının 97.3 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 72.4 milyar dolar; ikinci senaryomuzda ise düşük büyüme beklentisinin yanı sıra petrol fiyatlarının 80 dolara gerilemesi ve TL'nin değer kaybının devam ederek 1.92 seviyesine kadar yükselmesi beklentileri altında dış ticaret açığının 74.9 milyar dolar, cari işlemler açığının ise 53.1 milyar dolar olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

### Enflasyon yirmi ay sonra tekrar çift haneli seviyelerde

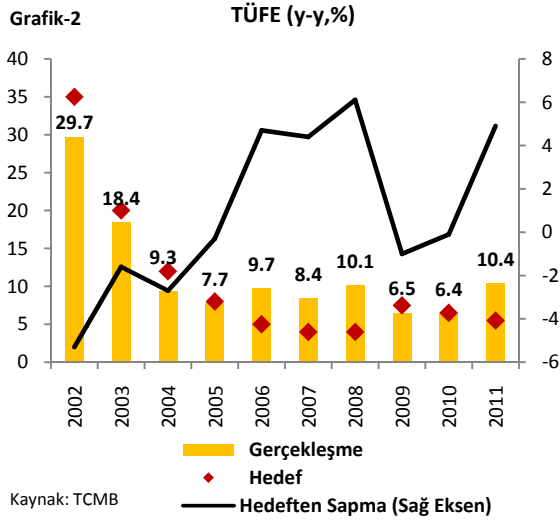


2011 yılının son ayında aylık bazda %0.58, yıllık bazda ise %10.45 artan tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) böylelikle yılı %5.5 olan TCMB enflasyon hedefinin bir hayli üzerinde sonlandırmıştır. 2011 yılında enflasyonun genel seyrine bakıldığında, oldukça geniş bir aralıkta seyrettiği görülmektedir. Yılın ilk çeyreğinde yıllık bazda %3.98'e kadar gerileyen tüketici enflasyonu, yılın son ayında çift haneli rakamlara ulaşarak %10.45 seviyesine yükselmiştir. Böylelikle TÜFE aynı yıl içinde hem 41 yılın en düşük seviyesine gerilemiş hem de 2008 yılı Kasım ayından beri görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. 2011 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yıldan gelen olumlu

baz etkisinin enflasyonun sert şekilde gerilemesinde önemli rol oynadığı görülmüştür. Yılın ikinci çeyreğinden itibaren baz etkisinin hafiflemeye başlaması ile birlikte TÜFE de dalgalı bir seyir izlemiştir. Temmuz ayından itibaren ise enflasyonist baskıların bir miktar arttığı bir döneme girilmiştir. Öncelikle TL'nin Temmuz ayından itibaren değer kaybetmeye başlaması, döviz kurunun enflasyona geçişkenliğinin etkisi ile TÜFE'de yukarı yönlü baskı oluşturmuştur. Diğer yandan son çeyrekte yapılan vergi düzenlemelerinin ve gıda fiyatlarındaki sert hareketlerin enflasyonun yılı çift haneli seviyelerde tamamlamasında belirleyici rol oynadığı dikkat çekmektedir.

Aralık ayında aylık bazda %1, yıllık bazda ise %13.3 seviyesinde gerçekleşen Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) ise 2011 yılında genel olarak yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. ÜFE'deki bu yukarı yönlü seyrinde tarım ve petrol fiyatları etkili olurken, ÜFE Nisan ve Mayıs ayları hariç yıl boyunca çift haneli rakamlarda gerçekleşmiş, Kasım ayında ise yıllık bazda %13.7'ye yükselerek 2008 yılının Ağustos ayından beri görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. ÜFE'nin bu yüksek seyri, üreticilerin bu maliyet artışlarını tüketicilere yansıtması ihtimali dikkate alındığında, tüketici enflasyonunu açısından da olumsuz bir tabloya işaret etmektedir.

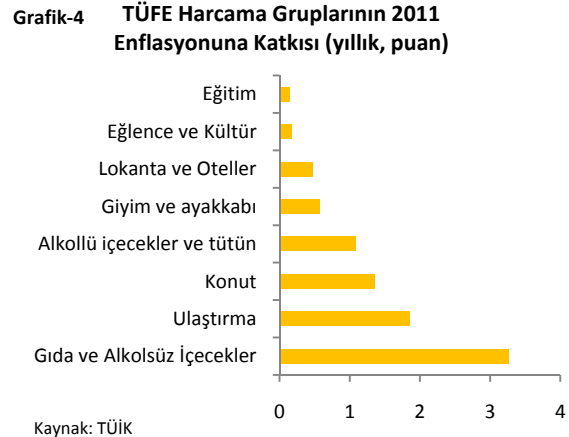
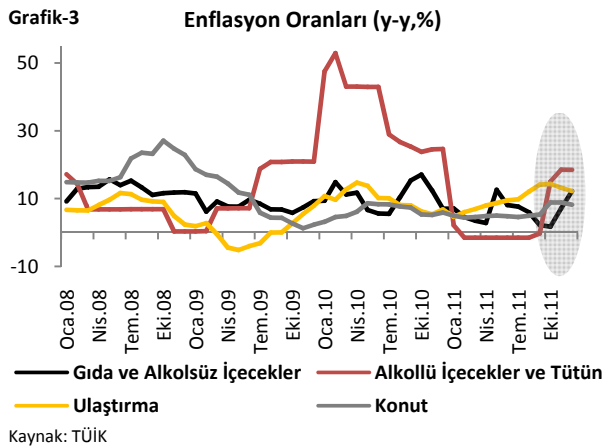
### 2011 yıl sonu enflasyon hedefi aşıldı...



2011 yılında enflasyonun %10.45 olarak gerçekleşmesi ile %5.5 olan 2011 yılı enflasyon hedefinin aşıldığı görülmüştür. Özellikle son çeyrekte yaşanan enflasyonist gelişmelerin hedefin aşılmasında belirleyici olduğu dikkat çekmektedir. Hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları geçmiş yıllar ile kıyaslanarak incelendiğinde, enflasyon hedeflemesinin örtük olduğu 2002-2005 yılları arasında enflasyon hedeflerinin tutturulduğu görülmektedir. Genel beklentinin aksine açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılından itibaren ise enflasyonun 6 yılda 2 kez hedefin altında kaldığı dikkat çekmektedir. Hedeflerin tutturulduğu 2009 ve 2010 yıllarında, 2010 yılı kendi dinamikleri açısından ayrı bir önem taşımaktadır. 2010 yılında Türkiye ekonomisi bir önceki yıla göre %9 oranında

büyüyerek çok güçlü bir büyüme performansı sergilemiş ve söz konusu büyüme performansında olumlu yurtdışı talep önemli bir rol üstlenmiştir. Olumlu yurtdışı talebe bağlı olarak enflasyonist baskıların da yüksek olduğu 2010 yılında enflasyon hedefinin tutturulması, enflasyon gelişmelerinin iyi yönetildiğine işaret etmektedir. 2010 yılında hedefin tutturulmasının ardından, 2011 yılının ilk çeyreğinde enflasyonda tarihi düşük seviyelerin de görülmesi TCMB'nin, 2011 yılında fiyat istikrarı hedefine odaklanma gereğini azaltmış ve hızla artan cari açık paralelinde finansal istikrarı ön plana almasına neden olmuştur. 2011 yılının ikinci yarısında enflasyon açısından tablonun bir miktar değiştiği ve TCMB'nin kontrolü dışındaki kalemlerin enflasyon hedefinin aşılmasında temel rol oynadığı görülmektedir. Raporumuzun bundan sonraki bölümünde 2011 yılı enflasyonunda belirleyici olan fiyat hareketleri detaylı bir şekilde incelenecektir.

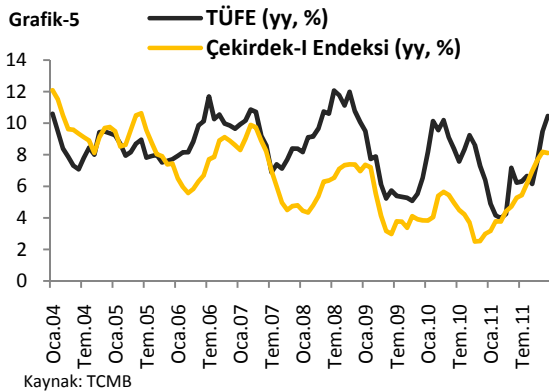
### Enflasyondaki artışta gıda fiyatları temel belirleyici oldu...



2011 yılının son ayında beklentilerin ve hedeflenen oranın oldukça üzerinde, sert bir şekilde yükselen enflasyonda gıda fiyatlarındaki artış temel belirleyici olmuştur. 2010 yılının Ekim ayında %17 seviyelerine kadar yükselen gıda enflasyonu, 2011 yılının ilk ayından itibaren dalgalı bir seyir izlemiş ve Mayıs 2011’de olumsuz hava koşullarının, başta meyve ve sebze olmakla birlikte işlenmemiş gıda arzına ciddi zarar vermesiyle beklenmedik şekilde artarak 2011 yılı içindeki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemlerde Birleşmiş Milletler gıda fiyat endeksinin de rekor seviyelerde seyretmesi ve global ekonomide gıda fiyatlarının yüksek seviyelerde olması dikkat çekmiştir.

Hava sıcaklıklarının mevsim normallerinde seyretmeye başlamasıyla düşmeye başlayan gıda fiyatları Ekim ayında %1.75 seviyesine kadar gerilerken, yılın son ayında Ekim ayına göre 10.5 baz puanlık artış göstererek çeyreklik bazda sert bir artış sergilemiş ve 2011 yılı enflasyonuna 3.27 puan ile en yüksek katkı yapan grup olmuştur. Bu durumun gıda fiyatlarındaki artışları bir miktar yavaşlatmak amacıyla toptan et fiyatlarında uygulamaya konulan KDV indirimleri ile birlikte ortaya çıkması dikkat çekici olmuştur. 2011 yılında “gıda”dan sonra enflasyona en yüksek katkı yapan bir diğer harcama grubu ise “ulaştırma” olmuştur. 2011 yılı Ocak ayından itibaren yükselen ulaştırma fiyatları yıllık artış hızı Ekim ayında %14.3 seviyesine kadar yükselmiş fakat daha sonra ters yönlü hareket etmeye başlayarak yılın son ayında %12.2’lik bir artışla yılı tamamlamıştır. Ayrıca 2011 yılı yıllık enflasyon oranına yüksek katkı yapan diğer harcama grupları arasında, yıl başından bu yana istikrarlı bir şekilde artan konut fiyatları ile yıllık artış hızı yıl içerisinde -%1.5 seviyelerine kadar gerileyen ve son çeyrekte oldukça sert yükselişler sergileyerek yılsonunda %18.5 gibi yüksek bir artış hızı sergileyen alkollü içecekler ve tütün grubu yer almaktadır.

### **Çekirdek TÜFE göstergeleri manşet enflasyondaki sert yükselişin önümüzdeki aylarda tersine dönebileceği sinyali veriyor...**



2011 yıl sonu itibariyle tüketici fiyatlarındaki artışın yanında önemli bir gelişme de, kontrol edilemeyen fiyat kalemleri dışlanarak hesaplanan enflasyonu ifade eden çekirdek enflasyondaki yükseliş eğiliminin sona ermiş olmasıdır. TÜFE’den, enerji, işlenmiş ve işlenmemiş gıda, alkolsüz içecekler, alkollü içkiler ve tütün ürünleri ile altın dışlanarak hesaplanan çekirdek I endeksi Kasım 2010’dan beri yıllık bazda artış eğiliminde iken, Aralık ayında %8.18’den %8.12’ye gerilemiştir. Çekirdek I endeksinin Aralık ayında aylık ve yıllık bazda gerilemesi, manşet enflasyonun

önümüzdeki aylarda gerileyebileceği yönünde erken bir işaret olarak yorumlanabilir.

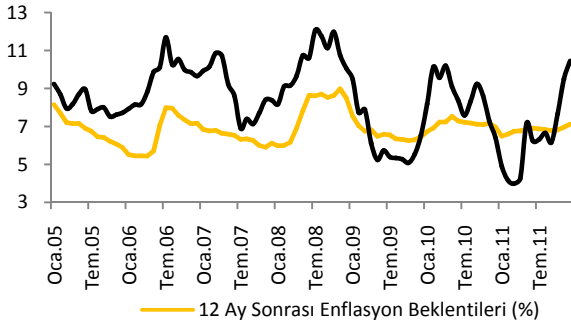
### **Enflasyon ve Para Politikası...**

2011 yılını sert bir şekilde yükselerek Merkez Bankası hedeflerinin oldukça üzerinde kapatan enflasyon para politikası duruşunda önemli bir role sahip olmaktadır. Bu noktada enflasyon beklentileri ve orta vadeli risk unsurları da Merkez Bankası’nın Ekim ayından itibaren uyguladığı parasal sıkılaştırmaya temel oluşturmuştur. 2012 yılında ise enflasyonun seyri yine para politikası açısından gerek likidite yönetimi gerekse para politikası araçlarının kullanımı açısından önemli olacaktır. Raporumuzda belirttiğimiz gibi yıllık enflasyon oranının yükselişinde önemli rol oynayan döviz kurundaki yükselişin ve vergiler yoluyla fiyat artışının etkilerinin ortadan kalkması enflasyondaki yükseliş trendinin tersine dönmesine yol açabilecektir.

TCMB 2011 yılının son PPK toplantısı sonrası yaptığı açıklamada, söz konusu sıkılaştırma politikasının etkilerinin 2012 yılının ilk aylarından itibaren görülmeye başlanacağını ancak döviz kuru hareketlerinin birikimli etkisi nedeniyle bir müddet daha enflasyonun yüksek seyredebileceğini belirtmiştir. 2011 yılsonunda yıllık enflasyon oranının beklentilerin üzerinde seyretmesinde etkili olan yüksek döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki artışların

enflasyonist etkisinin kademeli olarak ortadan kalkmasıyla, enflasyonun 2012 için %5 olan hedefe yakınsayacağını vurgulamıştır.

**Grafik-6 Enflasyon Gerçekleşmeleri ve Beklentiler**



Kaynak: TCMB

— 12 Ay Sonrası Enflasyon Beklentileri (%)

— TÜFE (yıllık, %)

desteklemektedir.

Merkez Bankası tarafından sıklıkla vurgulanan ve enflasyon hedeflemesi çerçevesinde önemli bir role sahip olan enflasyona ilişkin beklentilerin yönetilmesi de yıllık TÜFE'nin hızlı bir şekilde yükseldiği ortamda önem kazanmaktadır. Yıllık TÜFE'nin 2011 yılı Mart ayında %3.98 seviyesine gerileyip ve yıl sonunda %10.45 seviyesine yükseldiği bir ortamda enflasyon beklentilerindeki bozulma nispeten sınırlı olmuştur. Enflasyon beklentilerinin halen Merkez Bankası hedefinin üzerini işaret ediyor oluşu ise Merkez Bankası'nın hali hazırdaki sıkı para politikası duruşunu

Sonuç olarak, Merkez Bankası son dönemde TL'deki aşırı değer kaybının önüne geçmek için doğrudan müdahaleler yoluyla piyasaya yön vermeye çalışırken TL likiditesini de kontrol altında tutmaktadır. 2012 yılının ilk yarısında enflasyonda aşağı yönlü bir trendin başlaması ve bu dönüşün TCMB tarafından da dile getirilmeye başlandığı gibi ilk çeyrekte ortaya çıkması para politikası açısından daha rahat bir ortama katkı sağlayabilecektir.

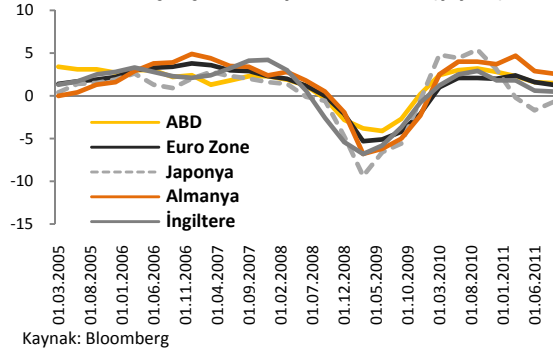
## Küresel Enflasyon: 2011 Görünümü, 2012 Yılına Bakış

2011 yılında Türkiye ekonomisinde enflasyonun hedeflenen seviyenin çok üzerine çıkması ile söz konusu göstergelere ilişkin endişeler de artmıştır. Bu raporumuzda 2011 yılında küresel enflasyonun seyri ve bu seyri belirleyen temel etkenler incelenmiştir. Söz konusu inceleme yurtiçi enflasyon gelişmelerinin analiz edilmesi bağlamında önemli ipuçları da içermektedir. Raporda ayrıca 2012 yılına ilişkin genel beklentiler ve söz konusu beklentileri destekleyen argümanlar ele alınmıştır.

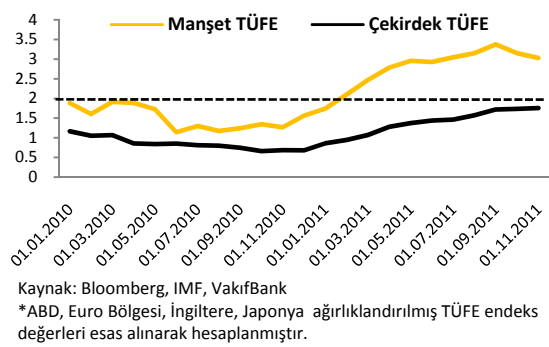
### Gelişmiş Ülkelerin 2012 Enflasyon Görünümü

Gelişmiş ülkelerin küresel krizde yaşadığı daralmanın ardından tüm mali ve parasal önlemlere rağmen 2010 yılında güçlü bir büyüme ivmesi yakalayamazken, krizden çıkış aşamasında iç talebi desteklemek amacıyla kamu maliyesinde gidilen genişlemenin yarattığı finansal kırılma 2011 yılı büyüme performansının da düşük kalmasına neden olmuştur. Finansal riskler nedeniyle iç talebin güçlenme eğilimini koruyamaması gelişmiş ülkelerde, istihdam piyasasında istenen daralmayı ve buna paralel olarak enflasyonist baskıların büyüme kaynaklı olarak artmasını önlemiştir.

Grafik-1 Gelişmiş Ülke Büyüme Oranları (y-y, %)



Grafik-2 Gelişmiş Ülkeler Enflasyon Oranı (y-y, %)



ABD, Euro Bölgesi, İngiltere ve Japonya'dan oluşan gelişmiş ülkeler örneğinde tüketici fiyat endekslerinin (TÜFE) ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanan TÜFE yıllık artış oranları, 2010 yılındaki düşük enflasyon verilerinin ardından 2011'de enflasyonda baz etkisi nedeniyle beklenen artışın yaşanmadığını, dolayısıyla, 2011 yılı boyunca talep koşullarının yeterince güçlenemediğini göstermektedir (Bkz. Grafik-2). Gıda ve emtia fiyatları gibi, para politikası araçları kullanılarak yönlendirilemeyen kalemler dışlanarak hesaplanan çekirdek enflasyon da, yine aynı grafiğe göre güçlü bir talep baskısına işaret etmemektedir.

İncelenen örnekte yer alan ABD, Euro Bölgesi, Japonya ve İngiltere'nin farklı dinamiklere sahip olması talep yönlü enflasyonda 2012 yılına dair tek bir çerçeve çizilmesini güçleştirmektedir. Ancak bu yıl içinde dünya ekonomisini en çok etkileyebilecek belirsizlik ve risklere sahip olması nedeniyle Euro Bölgesi'ne dair gelişmeler önem taşımaktadır. Euro Bölgesi ekonomilerinin borç sorunları nedeniyle aldıkları daraltıcı önlemlerle 2012'de küçüleceği öngörülürken, iç talepteki beklenen yavaşlama enflasyonist baskıları da sınırlayabilecektir. Euro Bölgesi'nde zor durumdaki ülkeler ekonomik güçlüklerini aşabilmek için bağımsız bir para politikasına ve diğer AB ülkelerinin veya IMF'nin mali yardımına ihtiyaç duyarken, Avrupa Para Birliği'nin küçülmesi, dağılması veya aynı zamanda bir mali birlik haline gelerek mevcut sorunlarını aşması olasılıklarından hangisinin gerçekleşeceği ve bunun dünya ekonomisini nasıl etkileyeceği büyük belirsizlik içermektedir. Euro Bölgesi'nin dünya ekonomisine katkısı son yıllarda azalmış olsa da, mevcut sorunların finansal piyasalar aracılığıyla yayılma riskinin yüksek olması küresel büyüme ve talep dinamikleri açısından olumsuz bir tablo oluşturmaktadır.

Dünya ekonomisinin performansına Çin'in ardından en çok katkı yapan ülke olan ABD'nin ekonomik görünümü de küresel enflasyon beklentileri açısından önemlidir. ABD'de son aylarda açıklanan veriler belli ölçüde iyimserlik taşımaktadır. Özellikle 2011 üçüncü çeyreğini %9 seviyesinde tamamlayan işsizlik oranının Aralık 2011 itibarıyla %8.5'e kadar gerilemesi, ABD ekonomisinin kriz öncesi performansına kavuşması için gerekli görün

istihdam piyasasındaki sıkışma açısından dikkatle izlenmektedir. Ancak, son aylarda üretim ve yatırımlardan çok hizmet sektörünün aktivitesinin artmış olması, büyümenin sürdürülebilirliğine dair kuşku yaratmaktadır. ABD verilerindeki iyimserliğin devam etmesi küresel risk algılamasını azaltarak diğer ülkelere de olumlu yansıtacaktır. Bu durum, talep koşullarındaki düzelleme ile birlikte enflasyonist baskı yaratmanın yanında özellikle üretim hammadde olarak talep gören emtiaların fiyatlarında yükselişe neden olarak maliyet enflasyonuna neden olabilecektir.

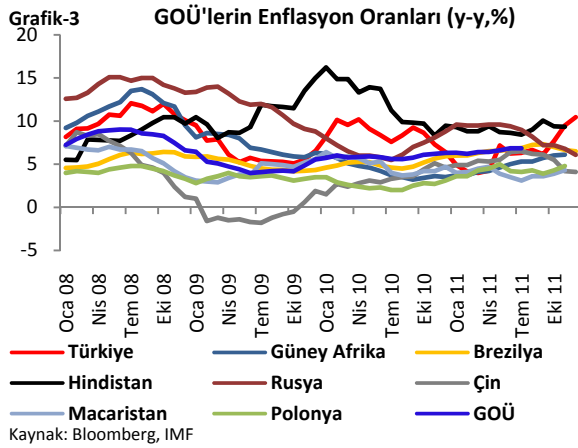
Beklentiler	2010		2011		2012	
	ABD	Euro Bölgesi	ABD	Euro Bölgesi	ABD	Euro Bölgesi
Reel büyüme (yy, %)	2.9	1.9	1.8	1.6	2.1	-0.2
TÜFE (yy, %)	1.63	1.58	3.2	2.7	2.1	1.9
İşsizlik Oranı (%)	9.6	10.12	9	10.1	8.7	10.5

Kaynak: Bloomberg  
\*ABD için FED, Euro Bölgesi için ECB beklentileridir.

Öte yandan, 2012 yılına ilişkin beklentiler dünya genelinde talep kaynaklı enflasyonist baskıların aşağı yönlü olacağı yönündedir. Maliyet enflasyonunun ise, çalışmamızın üçüncü bölümünde belirtilen gıda fiyatlarındaki olası dalgalanmalar ve petrol fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskler nedeniyle yükselbileceği öngörülmektedir. Özellikle maliyet kaynaklı enflasyondaki bu yükseliş ihtimali, kamu

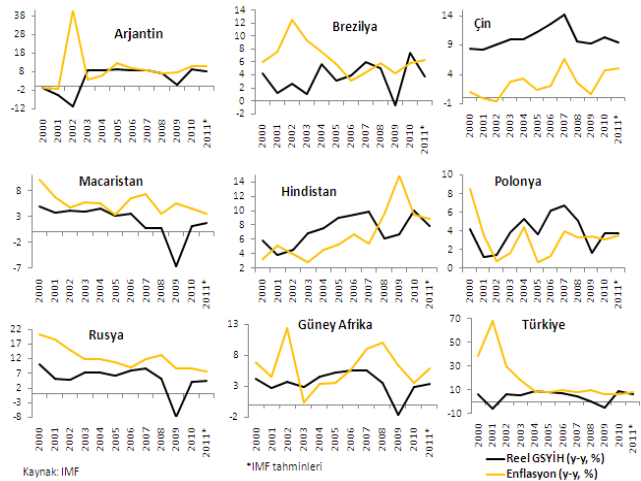
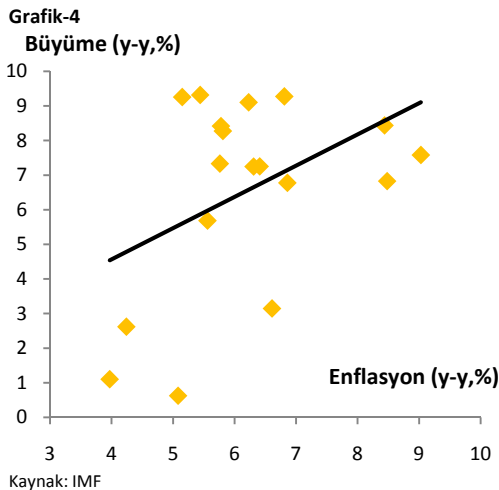
açıkları ile mücadele eden gelişmiş ülkelerde borç monetizasyonuna yardımcı olabilmesi açısından bu ülkeler için olumlu olarak değerlendirilebilecek olmasına karşın, yavaşlayan büyüme karşısında para politikalarının gücünü ve etkisini azaltabilecektir.

### Gelişmekte Olan Ülkelerin Enflasyon Görünümü



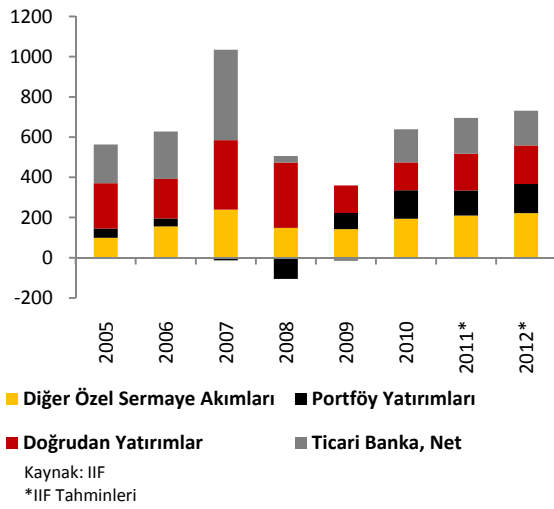
2011 yılında Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) enflasyonun genel olarak yukarı yönlü bir hareket izlediği görülmektedir (Bkz. Grafik-3). GOÜ'lerde enflasyon 2009 yılının Haziran ayından beri yükseliş eğiliminde olmasına karşın, hala kriz öncesi seviyelerin altında seyretmektedir. Ülke bazında GOÜ'leri incelediğimizde ise 2011 yılında enflasyon oranlarındaki dalgalı hareketler göze çarpmaktadır. 2011 yılının ilk yarısında Çin, Brezilya, Rusya ve Polonya gibi ülkelerde enflasyon oranı yukarı yönlü hareket ederken, Türkiye ve Hindistan gibi ülkelerde aşağı yönlü bir seyir izlemiştir. İkinci yarıda ise bu ülkeler için tablonun terse döndüğü görülmüştür.

Güney Afrika'da ise enflasyon yıl boyunca yukarı yönlü hareket etmiştir. 2011 yılında GOÜ'lerin enflasyon oranlarında yaşanan yukarı yönlü hareketlerde, GOÜ'lerin iktisadi faaliyetlerindeki toparlanmanın yanı sıra döviz kuru gelişmeleri ile gelişmiş ülkelere (GÜ) farklı olarak olumlu iç talep rol oynamıştır.

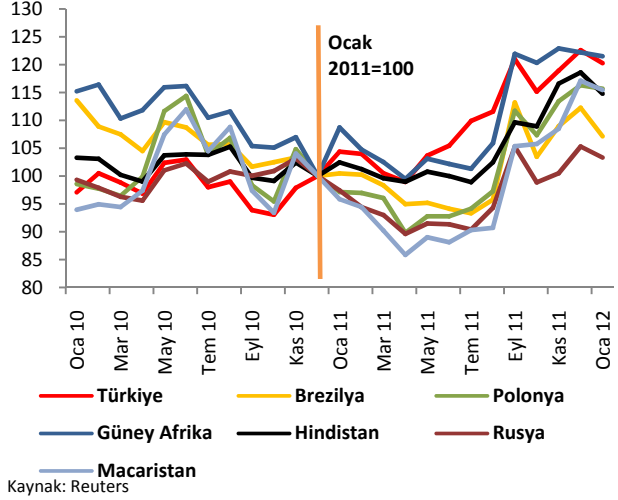


GOÜ'lerin enflasyon oranları ile büyüme oranlarının birlikte çizdirildiği saçılım grafiği incelendiğinde (Bkz.Grafik-4), enflasyon ile büyüme arasındaki pozitif ilişki dikkat çekmektedir. Talebin güçlü olduğunu gösteren görece yüksek büyüme oranlarının yakalandığı dönemlerde enflasyon oranlarının da genel olarak yukarı yönlü bir tablo çizdiği görülürken, kriz dönemlerinde azalan talebe bağlı olarak yavaşlayan büyüme rakamları ile birlikte enflasyon oranlarının da gerilediği izlenmiştir. 2011 yılında GOÜ'lerin yakaladığı olumlu büyüme performansı üzerinde GÜ'lerdeki gelişmelerin bir takım riskler oluşturduğu göz önünde bulundurulduğunda 2012 yılında büyüme oranlarının 2011 yılının altına gerileyeceği beklentisi altında talep kaynaklı enflasyonist baskıların azalması mümkün görünmektedir. Ancak yukarıdaki seçilmiş GOÜ'lerin grafikleri incelendiğinde, büyüme oranlarının yavaşlamasına karşın, enflasyonun beklendiği gibi yavaşlamadığı dönemler de görülmektedir. Bu çerçevede enflasyon üzerinde belirleyici olabilecek büyüme dışındaki diğer faktörlerin de incelenmesi gerekmektedir.

**Grafik-5 GOÜ'lere Sermaye Akımları (milyar \$)**



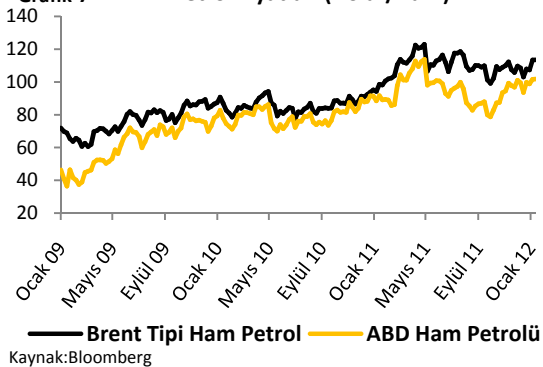
**Grafik-6 GOÜ'lerin Endekslenmiş USD Kurları**



GOÜ'lerin kur hareketleri incelendiğinde, özellikle 2011 yılının ikinci yarısından itibaren kurların yukarı yönlü hareket ettiği görülmüştür. Söz konusu dönemde GOÜ'lerden fon çıkışları hızlanmış, bu durum kurlar üzerindeki baskıların artmasına neden olmuştur. Yukarıda ele aldığımız ülkelerin Temmuz ayından beri USD karşısında ortalama %20.6 oranında değer kaybettiği dikkat çekmektedir. GOÜ'lerde kurlarda oluşan bu hareketler enflasyon açısından da olumsuz bir tablo çizmektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu bazı GOÜ'lerde 2011 yılında enflasyonun hedeften sapmasında önemli faktörlerden biri kurların enflasyon üzerindeki geçişkenlik etkisi olmuştur. 2012 yılında ise IIF tahminlerine göre GOÜ'lere fon akımlarının bir miktar artması beklenmesine karşın, 2012 yılının ilk yarısında 2011 yılında kurlarda yaşanan yukarı yönlü hareketlerin ikincil etkilerini enflasyon üzerinde görmeye devam edebiliriz. Ancak 2012 yılının ikinci yarısından itibaren yukarıda değindiğimiz enflasyon üzerindeki kur baskısının hafiflemesi mümkün olabilir.

### Emtia Fiyatları ve Enflasyon Görünümü

**Grafik-7 Petrol Fiyatları (Dolar/Varil)**



Üretimde hammadde olarak kullanılan emtiaların fiyatlarında, jeopolitik riskler ve arz-talep dengesizlikleri gibi faktörler nedeniyle oluşan ani dalgalanmalar küresel ve yerel ölçekte enflasyonist baskıları etkileyen bir unsurdur. Petrol fiyatları ise, dünya genelinde ulaştırma, ısınma ve üretim gibi pek çok alanda başlıca enerji

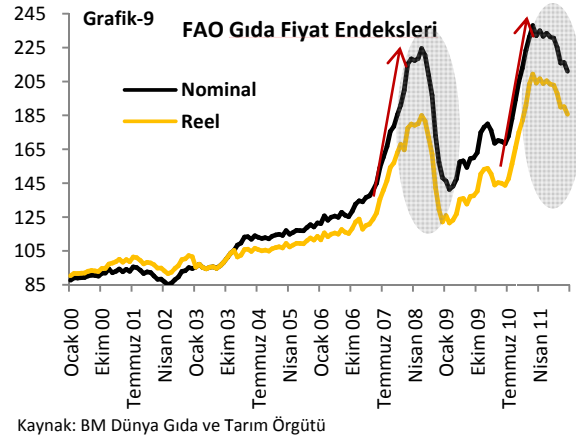
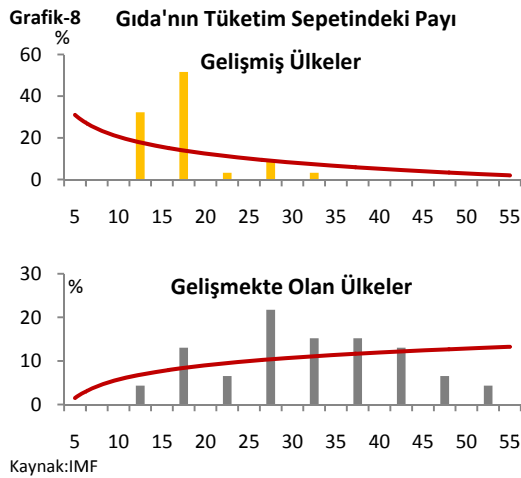
kaynağı olması açısından diğer tüm emtialar arasında enflasyonist baskılar açısından ayrı bir öneme sahiptir.

Bu açıdan raporumuzun bu bölümünde petrol fiyatlarının 2011 yılındaki seyri ve 2012 yılına ilişkin olası hareketine dair beklentiler incelenmektedir.

2011 yılında petrolün seyrine bakıldığında, petrol ihraç eden birden çok Kuzey Afrika ülkesinde yaşanan “Arap Baharı” olayları nedeniyle Nisan ve Mayıs aylarında oluşan arz şokları yılın bu döneminde petrol fiyatlarında yükselişe yol açmıştır. Türkiye’nin sanayi üretiminde önemli bir girdi olan petrolde yaşanan arz şoklarının yarattığı fiyat artışlarının enflasyonda da direkt olarak yükselişe neden olduğu dikkat çekmektedir. 2011’in son çeyreği hariç TÜFE’nin en yüksek yıllık artış değerini bu aylarda aldığını söyleyebiliriz. Son dönemde ise, Birleşmiş Milletler’in İran’ın nükleer silah çalışmalarına dair Kasım ayında yayınladığı raporun ardından İran ile ABD arasında artan gerginlikler sonucu AB ve ABD tarafından bu ülkeye uygulanan yaptırımların yanısıra, kriz döneminden beri dünya petrol stoklarında yaşanan azalışın petrol fiyatlarında yukarı yönlü baskı yarattığı görülmektedir. OPEC’in Aralık ayı ortasında yaptığı toplantıda petrol üretiminin üst sınırını günlük 30 milyon varil olarak belirlemesi petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareketi destekleyebilecektir. Aynı zamanda Arap baharı olayları dolayısıyla sosyal harcamalarını arttırmak zorunda kalan Suudi Arabistan gibi ülkelerin 2012 yılında petrol fiyatlarında bir düşüşe sıcak bakmayacağı düşünülmektedir.

Büyüme açısından bakıldığında ise IMF’nin %4 olan küresel büyüme beklentisinin yakın bir oranda gerçekleşmesi ve OPEC aylık raporundaki Çin’in petrol talebinin bu yıl geçen yıla göre %6.5 büyüyeceği öngörülerini dahilinde piyasa beklentileri 2012 yılında petrol fiyatlarının artacağı yönündedir. Petrol fiyatlarında beklenen bu yükseliş eğiliminin, enflasyonist baskıları küresel ölçekte artırabileceği düşünülmektedir.

### **Gıda fiyatları Gelişmekte Olan Ülke ekonomileri üzerinde daha etkili...**



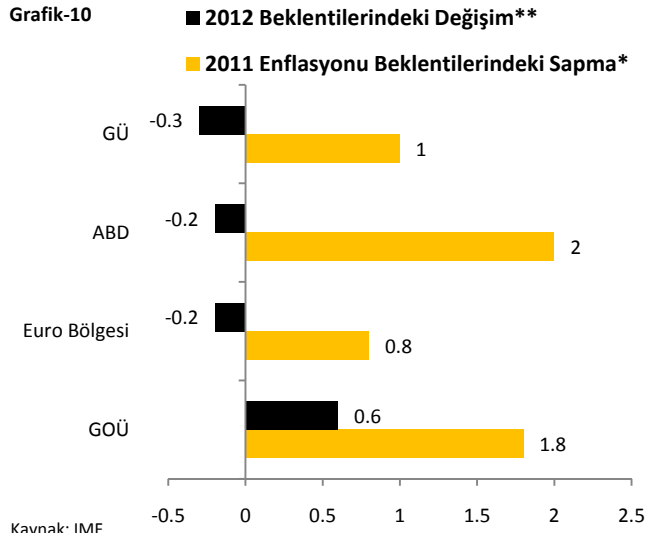
2011 yılında beklentilerin üzerinde gelen global enflasyon rakamlarını tetikleyen bir diğer önemli etken ise gıda fiyatlarıdır. Gıdanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tüketim sepetlerindeki payları incelendiğinde, GOÜ’lerde söz konusu payın gelişmiş ülkelere (GÜ) nazaran daha yüksek olduğu görülmektedir. Örneğin yukarıdaki grafikte de görülebileceği gibi, GÜ’lerin %60’ında gıdanın enflasyon sepetindeki payı %17 civarındayken, GOÜ’lerin %30’unda bu pay %31 olarak görünmekte fakat söz konusu payın %55’lere kadar yükseldiği ülkelerin de olması dikkat çekmektedir (Bkz.Grafik-8). Bu durum gıda fiyatlarındaki artıştan GOÜ ekonomilerinin daha çok etkilendiğinin göstergesi olurken, 2008 krizi esnasında oldukça yüksek seyreden (Bkz.Grafik-9) ve GOÜ enflasyon oranına 2 puan katkı sağlayan gıda fiyatlarının aynı dönemde GÜ enflasyonları üzerinde 0.5 puanlık bir katkı yapmış olması söz konusu etkinin büyüklüğünü destekler niteliktedir. Uluslararası kurumların özellikle fakirlik ve zor ekolojik şartlarla savaşıyor Güney Afrika gibi ülkelere yaptığı gıda yardımları yoksul ülkelere kısa vadede olumlu etki yaratsa da uzun vadede iç dinamikleri olumsuz etkileyerek enflasyonist baskılara neden



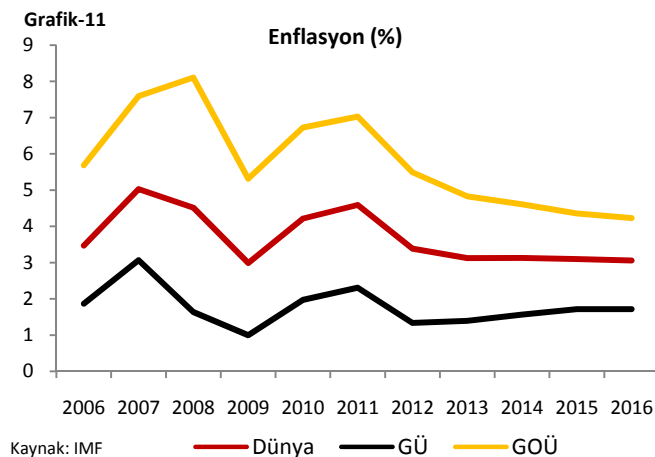
olmaktadır. Fakat günümüz dünyasında sık sık yaşanan ekonomik krizler nedeniyle uzun vadeli gelir güvencesinin sağlanamaması, gıda fiyatları için Dünya Gıda Örgütü (FAO) tarafından belirlenen 'gıda güvencesi' tanımında yer alan 'yeterli gıda arzı sunma ya da elde etme', 'yıldan yıla, mevsimden mevsime arzda dalgalanma ya da eksikliğin olmaması', 'erişilebilirlik ya da satın alınabilirlik' ile 'kaliteli ve güvenli gıda'nın sağlanması' gibi argümanların kullanımını kısıtlamaktadır.

2008 krizi sırasında sert bir şekilde yükselen gıda fiyatları, krizin etkilerinin yavaşlamasıyla birlikte bir miktar toparlanmış fakat 2010 yılının Haziran ayından itibaren yeniden yükselmeye başlayarak Şubat 2011'de Orta Doğu'daki sosyoekonomik karışıklıkların etkisiyle tarihinin en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Endeks daha sonra gerek Orta Doğu ve Güney Afrika'daki siyasi dengesizlikler gerekse Japonya'da yaşanan tsunami felaketinin etkisiyle dalgalı bir seyir izlemeye başlamıştır. Söz konusu ülkelere ilişkin endişelerin azalmasıyla birlikte global anlamda artan talep büyümesi de bir miktar hafiflemiş ve endeks aşağı yönlü hareket etmeye başlamıştır. 2011 yılını sert bir düşüşle tamamlayan endeksin bu düşüşünde temel gıda maddesi olarak değerlendirilebilecek olan şeker, hububat ve yağ fiyatlarındaki düşüşün büyük etkisi olmuştur.

### 2012 yılı enflasyon beklentileri



2011 yılında enflasyon bir önceki yıl yapılan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Gerek emtia fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketlerin enflasyon oranlarına yansımalarının beklentilerden fazla olması gerekse doların zayıf bir performans sergilemesinin ithalat fiyatları üzerinde yarattığı baskı 2011 yılında enflasyonun beklentileri aşmasında önemli rol oynamıştır. IMF tarafından 2010 yılı Ekim ayında yayımlanan "Küresel Ekonomik Görünüm" raporunda 2011 yılında gelişmiş ülke enflasyonu %1.3 tahmin edilmesine karşın gerçekleşme %2.3 seviyesinde olmuştur. Benzer şekilde ABD için 2, Euro Bölgesi için ise 0.8 puanlık bir sapma ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ülkeler için 2012 yılına ilişkin yapılan tahminler ise istikrarlı bir şekilde düşürülmektedir. IMF Nisan ayındaki raporunda ABD için %1.6 ve Euro Bölgesi için ise %1.7'lik enflasyon tahminlerinde bulunurken söz konusu tahminler son raporunda sırasıyla %1.4 ve %1.5'e düşürülmüştür.

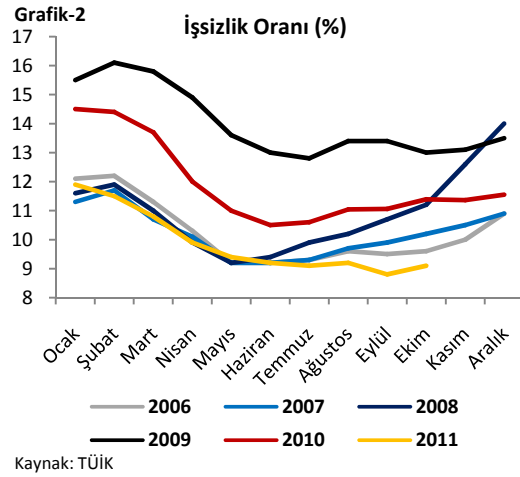
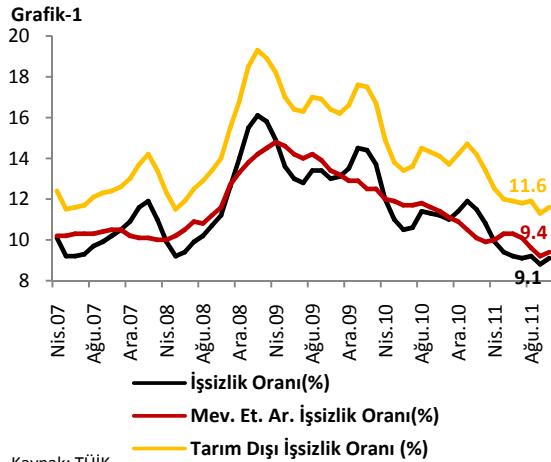


Sonuç olarak, 2012 yılına ilişkin beklentiler küresel enflasyonda aşağı yönlü bir trendin oluşacağı yönünde yoğunlaşmaktadır. 2011 yılında beklentilerin üzerinde bir artış gösteren enflasyonun 2012 yılında gerek büyüme performansına ilişkin endişelerin ortadan kalkmaması gerekse emtia fiyatlarındaki etkinin azalacağı beklentileri enflasyonun gerileyeceği yönündeki beklentilere temel oluşturmaktadır. Özellikle Euro Bölgesi'nde etkili olan borç sorununun diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yansımaları 2012 yılı enflasyonunda belirleyici rol oynayacaktır. Buna ek olarak,

mevcut sorunlara karşı politika yapıcıların atacakları adımlar da enflasyonun seyrinde etkili olacaktır. Özellikle yeni parasal genişleme önlemlerinin alınması düşük enflasyon beklentilerinin azalmasına neden olabilecektir.

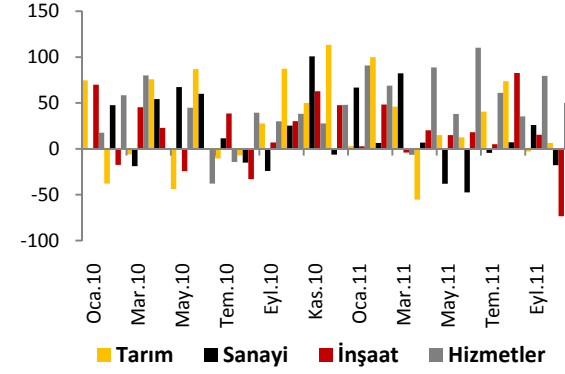
### İşsizlik oranında yükseliş sinyalleri...

2011 yılı Eylül ayında %8.8 seviyesine kadar gerileyen işsizlik oranı Ekim ayında %9.1'e yükselmiştir. Ekim ayında açıklanan işsizlik rakamları incelendiğinde işsizlik oranının yanısıra mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik ve tarım dışı işsizlik oranlarında da artış yaşandığı görülmektedir. Böylece mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranının Mayıs ayından beri takip ettiği aşağı yönlü trendin bozulduğu dikkat çekmektedir. 2005 bazlı işsizlik oranının tarihinin en düşük seviyelerine gerilediği Eylül ayının ardından Ekim ayında yaşadığı yükseliş, son çeyrekte işsizliğin artmaya başladığına işaret etmektedir. Ayrıca Ekim ayı rakamları, işsizlik oranlarında yaşanan düşüşün sona erebileceği ihtimalini de gündeme getirmiş ve istihdam koşullarındaki iyileşme üzerinde olumsuz bir görünüm sergilemiştir.



Ekim ayında istihdam oranı yıllık bazda %6.6 artarak 24.7 milyon kişiye ulaşmıştır. Merkez Bankası sunumlarında da sıklıkla vurgulanan yıllık istihdam artış hızı 2007-2010 döneminde yaklaşık %4'e yaklaşmış ve birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin üzerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu tablo, küresel kriz sonrası süreçte elde edilen güçlü büyüme performansının istihdam yaratmada etkili olduğunu göstermektedir. Ekim ayında işgücüne katılma oranı ise %49 olduğu 2010 yılı Ekim ayındaki seviyesinden 1 puan artarak %50 düzeyine ulaşmıştır. Ancak Eylül ayına göre işgücüne katılım oranının gerilediği görülürken, mevsim etkilerinden arındırılmış işgücüne katılım oranında da yavaşlama dikkat çekmektedir. İşsizlik oranının 2011 yılındaki performansı diğer yıllar ile karşılaştırmalı olarak incelendiğinde ise 2011 yılının ilk yarısında diğer yıllara benzer şekilde gerileyen işsizlik oranının, geçtiğimiz yıllardan ikinci yarı itibarıyla ayrıştığı dikkat çekmektedir. Önceki yıllarda işsizlikte yaşanan artışların yılın ikinci yarısında başlamasına karşın 2011 yılında aynı dönemde işsizlik oranında azalmanın devam ettiği görülmüştür. Geçtiğimiz yıllar son çeyrek bazda incelendiğinde ise işsizlik oranlarında ortalama 1.28 artış olduğu gözlemlenmiştir. Kış aylarına girilmesi ile birlikte işsizlik oranında yukarı yönlü hareketlerin devam etmesi beklendiğinden, mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranının hareketi önümüzdeki dönemde daha önemli olacaktır.

**Grafik-3 İstihdamın Sektörel Aylık Değişimi (Bin Kişi)**



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

\*: Mevsim Etkilerinden Arındırılmış veriler kullanılmıştır

İşsizlik oranının Ekim ayında yeniden yükselişe geçmesi ile birlikte yılın geri kalanında nasıl bir performans sergileyeceği önem kazanmıştır. Ekim ayına kadar olan süreçte işsizlik oranının 2010 yıl sonundan itibaren 2.3 puan düşüş kaydetmesinde büyük oranda güçlü ekonomik aktivite rol oynamıştır. Mevsim etkilerinden arındırılmış istihdam rakamlarının detaylarına baktığımızda ise, 2011 yılında Mart ayı dışında sürekli aylık olarak artış yaşamış hizmetler sektörünün istihdam yaratmada başarılı olduğu görülmektedir. Tarım istihdamını daha yakından incelediğimizde ise, özellikle kriz sonrası dönemde istihdamın 1 milyona yakın bir

artış yaşadığı görülürken, toplam istihdamda yaşanan artışın da %30'unu tarım sektörü oluşturmuştur.

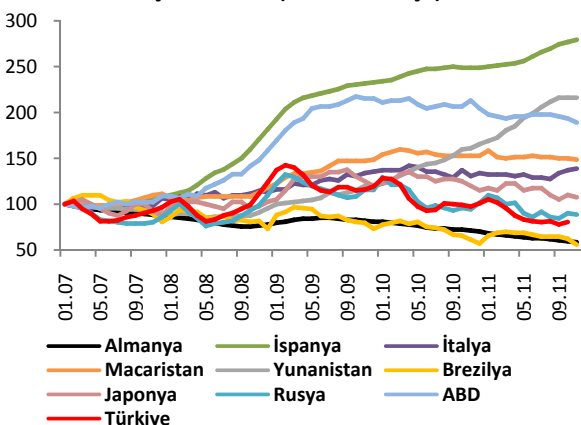
Hizmetler ve tarım sektörlerinin ardından toplam istihdamda üçüncü en yüksek paya sahip sanayi sektörünün ilk üç çeyrekte ortalama %10.4 oranında büyümüş olmasına karşın istihdam yaratmada zayıf bir performans çizdiği dikkat çekmektedir. Sanayi istihdamında da 2 ay aradan sonra yeniden kayıpların görülmesi, yavaşlamanın daha belirgin hale geldiği (mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış rakamlarda) Kasım ayı ve sonrasında, işsizlik oranında da yükselişlerin görülebileceği yönündeki sinyalleri güçlendirmektedir. 2011 yılının ilk üç çeyreğinde beklentilerden hızlı bir şekilde çift haneli rakamlarda büyüme kaydeden inşaat sektörünün bu performansı işsizlik oranında Ekim ayına kadar yaşanan yavaşlamada kilit unsur olurken, Ekim ayında performansın terse dönmesi bundan sonraki süreç için soru işaretlerini artırmaktadır. İnşaat sektöründe Eylül ayından Ekim ayına geçerken 73 bin istihdam kaybı yaşandığı dikkat çekerken, bu durumun Kasım ayında devam edip etmeyeceği önemli görünmektedir. Özellikle piyasa faizlerinde görülen yükselişlerin inşaat sektörü istihdamındaki bozulmada önemli rol oynadığı söylenebilmektedir.

Tarım ve hizmetler sektörü sanayi ve inşaat istihdamında yaşanan yavaşlamayı Ekim ayında telafi etmiş görünmesine karşın, önümüzdeki dönemde büyümenin bir miktar yavaşlayacağı düşüncesi altında söz konusu sektörlerin istihdam yaratma performansında da riskler bulunmaktadır. Öncül göstergeler ışığında, Eylül ayında %8.8 seviyelerine dek gerileyen işsizlik oranının bundan sonraki süreçte bir miktar baskı altında kalması mümkün görünürken, ekonomik performansın da yavaşlayacağı beklentisi altında işsizlik oranında yukarı yönlü hareketler görülebilecektir.

### ***Türkiye diğer ülkelerle karşılaştırıldığında işsizlikte oldukça olumlu bir performans sergiliyor...***

Küresel ekonomik krizle birlikte bozulmaların yaşandığı istihdam piyasalarında kriz sonrası dönemde, ekonomik toparlanmayla beraber iyileşme başlamıştır. Ancak istihdam piyasalarındaki iyileşmenin ülkeler arasında farklılık gösterdiği, ekonomik krizin etkilerini tam olarak atlattıramamış ve küresel kriz sonrası borç krizi gibi yeni sorunlarla karşılaşmış ülkelerin istihdam piyasalarında ise iyileşmenin henüz başlamadığı görülmektedir.

**Grafik-4 İşsizlik Oranı (Endekslenmiş\*)**



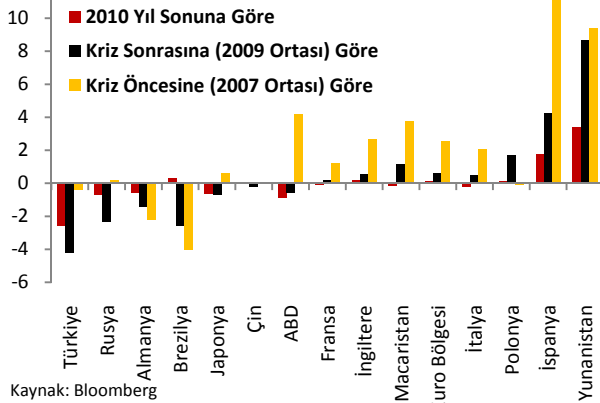
\*2007 Ocak=100 olacak şekilde endekslenmiştir.

Kaynak: Bloomberg

İşsizlik oranının kriz süresince ve kriz sonrasında nasıl hareket ettiğini ve Türkiye ile diğer ülkelerin işsizlik oranlarında yaşanan hareketi karşılaştırmak amacıyla işsizlik oranındaki değişimler, Grafik 4'de seçilmiş ülkelerin işsizlik oranları 2007 yılı Ocak ayı 100'e endekslenerek incelenmiştir. Grafik-4'deki endekslenmiş işsizlik oranı rakamları incelendiğinde, ABD'nin işsizlik oranının grafikte yer alan diğer ülkelerin işsizlik oranlarına göre daha hızlı bir artış gösterdiği, Euro Bölgesi'nde en yüksek işsizlik oranına sahip İspanya'nın ve borç krizinin ilk patlak verdiği ülke olan Yunanistan'ın işsizlik oranlarının ise kriz öncesine göre oldukça yüksek seyrettiği görülmüştür.

Öte yandan Türkiye'nin işsizlik oranı, Euro Bölgesi'nin en güçlü ekonomisi Almanya ve Brezilya'nın üstünde görünmesine karşın, kriz sırasında işsizlik oranının en yüksek seviyesine ulaştığı 2009 yılının Ocak ayına göre en sert gerileme Türkiye'nin işsizlik oranında görülmüştür. Başta ABD olmak üzere işsizlik oranlarında bir düzelme görülmesine karşın pek çok ülkenin işsizlik oranı henüz kriz öncesi seviyesini yakalayamamıştır. Böyle bir ortamda, Türkiye işsizlik oranı kriz öncesi seviyenin altında seyretmektedir. Türkiye, gerek kriz süresince gerekse de kriz sonrası dönemde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler arasında olumlu işsizlik performansı ile dikkat çekmektedir.

**Grafik-5 Seçilmiş Ülkelerin İşsizlik Oranlarının Değişimi (Puan)**



Kaynak: Bloomberg

Türkiye dışındaki ülkelerde 2011 yılı açıklanan son çeyrek rakamları, Türkiye'de 2011 yılı Eylül dönemi rakamları kullanılmıştır.

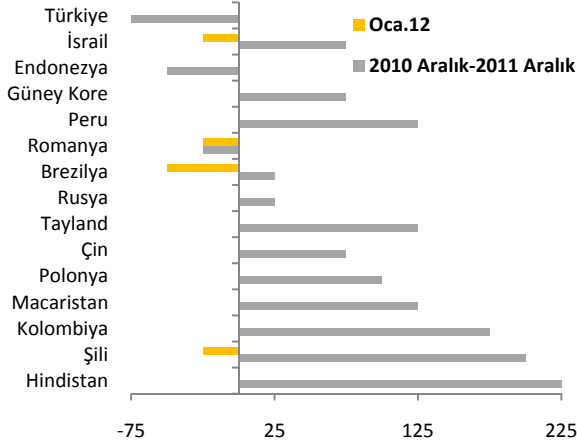
Öte yandan Grafik 5'te seçilmiş bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için açıklanan son çeyrek işsizlik oranı rakamlarının kriz öncesi, kriz sonrası ve 2010 yılsonuna göre puan bazında değişimleri alınmıştır. Değişimler incelendiğinde, toparlanma sürecinde gelişmekte olan ülkelerin işsizlik oranlarındaki gerileme dikkat çekerken, başta ABD ve Euro Bölgesi ülkeleri olmak üzere pek çok gelişmiş ülke işsizlik oranının kriz öncesi seviyelerinin oldukça üzerinde olduğu görülmektedir. Özellikle İspanya'nın işsizlik oranının kriz öncesi seviyesinden 14.2 puan yüksek olduğu dikkat çekerken, ekonomik açıdan zor durumda olan Yunanistan işsizlik oranının da kriz öncesi seviyesinin oldukça üzerinde olduğu gözlenmiştir. Kriz sonrası seviyeye göre en hızlı gerileyen işsizlik oranına sahip ülkenin Türkiye olduğu dikkat çekerken, yaşadığı borç krizinin etkisinden hala kurtulamayan Yunanistan'ın kriz sonrası dönemde işsizlik oranının hızla arttığı gözlenmiştir. Yunanistan'ın yanı sıra İtalya ve İspanya gibi gelişmiş ülke ekonomilerinin işsizlik oranlarının da kriz sonrası dönemde arttığı görülürken, Euro Bölgesi ülkeleri arasında en güçlü ekonomiye sahip olan Almanya'nın istihdam piyasasında kriz öncesine göre ufak bir bozulma görülse de kriz sonrasında istihdam piyasasının bir miktar toparlandığı görülmüştür. 2010 yılsonuna göre değişimlere bakıldığında pek çok ülke işsizlik oranlarının söz konusu dönem rakamlarına göre artış gösterdiği gözlenirken, özellikle Türkiye'nin aynı döneme göre işsizlik oranının belirgin şekilde gerilemiş olması istihdam piyasasındaki toparlanmanın gücünün bir diğer göstergesi olmuştur. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin işsizlik oranlarındaki toparlanmanın gelişmiş ülkelere göre daha kuvvetli olduğu görülürken, özellikle borç krizi ile mücadele eden Euro Bölgesi ülkelerinin zayıf büyüme performansı göz önüne alındığında, bu ülkeler de bir süre daha işsizlik oranının yüksek seviyelerde kalmaya devam edeceği söylenebilir.

Ekim ayında özellikle mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranında görülen yükseliş işgücü piyasalarında ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamaya da paralel olarak bir dönüşün ilk işareti olarak karşımıza çıkmaktadır. Söz konusu dönüşe ilişkin sektörel istihdam gelişmeleri önemli ipuçları vermektedir. Son dönemde istihdam yaratmada, tarım, hizmetler ve inşaat gibi sektörlerin başarılı olduğu görülmesine karşın, sanayi sektörünün istihdam açısından olumsuz bir tablo çizmesi dikkat çekmektedir. Ayrıca Ekim ayında 2011 yılında istihdam piyasası açısından itici güç olan inşaat sektörünün performansının terse döndüğü de görülmüştür. Önümüzdeki dönemde büyümenin bir miktar yavaşlayacağı düşüncesi altında tarım ve hizmetler sektörünün sanayi ve inşaat istihdamında yaşanan yavaşlamayı telafi etmesi zor görünmektedir. 2011 yılında yıllık %10.2 seviyesine yükselmesini beklediğimiz işsizlik oranının ekonomideki yavaşlama ile birlikte 2012 yılında %10.7 seviyesine ulaşması mümkün görünmektedir. Ancak özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki işgücü gelişmeleri de dikkate alındığında işgücü piyasasındaki sınırlı bozulmanın kaygı verici boyutta olmadığı görülmektedir.

## Reel faizin düşüş trendi sürüyor...

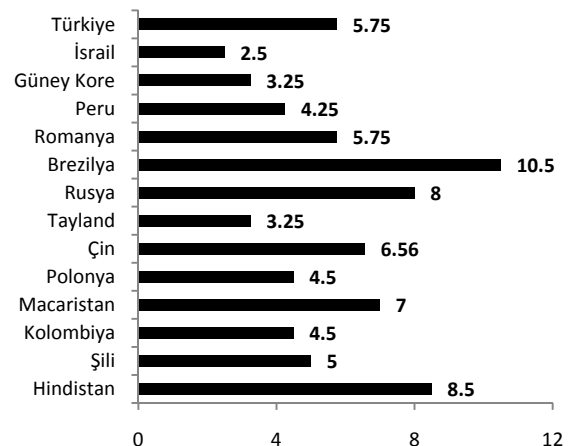
TCMB yılın ilk toplantısında beklentilere paralel olarak faiz oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ocak ayı toplantıları ile Brezilya, Romanya, İsrail ve Şili merkez bankalarının ise faiz indirimlerine gittikleri görülmektedir. Bu raporumuzda Türkiye ve gelişmekte olan ülke politika faiz oranlarının seyri ve politika tercihlerindeki temel belirleyici unsurlar ele alınmıştır. Buna ek olarak, Türkiye’de reel faizin seyri diğer gelişmekte olan ülkelerin reel faizleri ve kurlarındaki gelişmeler ile birlikte incelenmiştir. Raporun son bölümünde ise küresel faizlerdeki düşük seyrin cari işlemler açığının finansmanına yansımaları ele alınmıştır.

**Grafik-1 GOÜ Politika Faiz Oranlarındaki Değişimler (baz puan)**



Kaynak: Reuters

**Grafik-2 GOÜ Politika Faiz Oranları (%)**



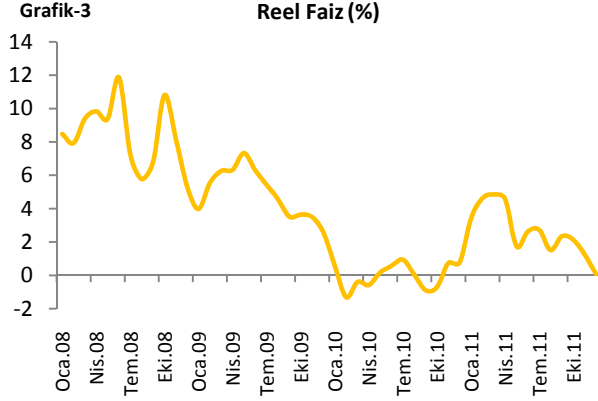
Kaynak: Reuters

2011 yılında Gelişmiş Ülkelerdeki (GÜ) ılımlı büyüme oranlarına karşın, Gelişmekte Olan Ülkelerin (GOÜ) güçlü büyüme performansı sergilediği görülmüştür. Büyüme oranları bakımından GÜ’lerden ayrılan bir tablo çizen GOÜ’lerde güçlü yurt içi talebe bağlı olarak enflasyonist baskıların da daha kuvvetli olduğu görülürken, uygulanan para politikası bakımından da farklılıklar dikkat çekmektedir. GOÜ merkez bankalarının pek çoğunun 2011 yılının ilk yarısında faiz artırımına gittiği görülmesine karşın, 2011 yılının ilk yarısında faiz indiren tek merkez bankası Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) olmuştur. TCMB’nin 2010 yılının sonundan itibaren finansal istikrarı gözeterek geleneksel olmayan para politikası uygulamaya başlaması ile faiz dışı para politikası araçlarını da kullandığı görülmüştür. Artan sermaye akımlarının bir takım finansal riskleri beraberinde getirdiği bir ortamda proaktif davranan merkez bankası enflasyonist risklerin de zayıflaması ile zorunlu karşılıkları artırırken, politika faizini indirerek farklı bir para politikası bileşimi uygulamaya koymuştur. Ayrıca TCMB, pek çok GOÜ merkez bankasının faiz artırmaya devam ettiği 2011 yılının Ağustos ayında Euro Bölgesi’ne ilişkin risklere dikkat çekerek Brezilya ile birlikte faiz indiren merkez bankası olmuştur. 2011 yılının son çeyreğinde Euro Bölgesi’ne ilişkin belirsizliklerin devam etmesi ve bu belirsizliklerin küresel ekonomi üzerindeki riskler, pek çok GOÜ merkez bankasının faiz artırma yönündeki politikalarından vazgeçmelerine neden olmuştur.

Ocak ayının son haftası ile birlikte GOÜ merkez bankalarının 2012 yılının ilk faiz toplantıları da neredeyse tamamlandı. Brezilya, Romanya, İsrail ve Şili merkez bankalarının yılın ilk ayında faiz indirimine giden GOÜ merkez bankalarının arasında yer aldığı görülürken, Euro Bölgesi endişelerinin enflasyonist baskılara üstün geldiği görüldü. Faiz artırımına gitmesi beklenen Macaristan Merkez Bankası’nın ise faiz artırım beklentilerine karşın politika faiz oranını sabit tutarak beklemeye geçmesi dikkat çekti. TCMB ise geçtiğimiz haftaki toplantısının ardından enflasyonun kısa vadede yüksek seyretmeye devam edeceğini yineleyerek para politikasının bir süre daha sıkı kalması yönünde sinyal vermesine karşın, küresel piyasalara ilişkin risklere karşı

bir miktar daha temkinli bir tavır sergilemesi dikkat çekti. Euro Bölgesi'ne ilişkin zayıf büyüme görünümünün GOÜ'ler açısından da dış ticaret, finansal piyasalar ve risk algılamaları aracılığı ile doğuracağı olumsuz tablo merkez bankalarını para politikalarını gevşetmeye sevk etmektedir. Özellikle önümüzdeki dönemde tablonun bir miktar daha kötüleşmesi ihtimali, bununla birlikte Euro Bölgesi büyümesine ilişkin olumsuz beklentilerin Euro Bölgesi için bir resesyona işaret etmesi, GOÜ'lerin para politikaları açısından odak noktası olmaktadır.

### Reel faiz<sup>1</sup> ve uluslararası karşılaştırma...



Kaynak: Bloomberg

2003 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde sağlanan istikrar ortamı faizlerin önemli ölçüde gerilemesine olanak sağlamıştır. Küresel kriz ve izleyen süreçte Türkiye ekonomisinin görece güçlü yanları hızlı bir toparlanmayı beraberinde getirmiş ve global olarak düşük seyreden faiz ortamında reel faizlerin aşağı yönlü trendini devam ettirmesine yol açmıştır. 2008 yılı Mayıs ayında %10.27 seviyesinde bulunan reel faizler izleyen süreçte aşağı yönlü bir trend izlemiştir. 2010 yılı içinde negatif değerlerin görüldüğü reel faizlerde 2010 yılının son çeyreğinden itibaren Avrupa'daki risklerin yoğunlaşmasının yarattığı endişelerin faizlerde yukarı yönlü baskıları

arttırması ile yükseliş yaşanmıştır. Son dönemde piyasa faizlerinde yükselişe karşın enflasyonda da eş anlı görülen artışlar reel faizlerin gerilemesine neden olmaktadır.

### DÖNEMLER İTİBARIYLA DEĞİŞİM (PUAN)

	2008:01 - 2011:12		2008:01 - 2009:06		2009:06 - 2011:12		2010:12 - 2011:12	
	Reel Faiz	Kur <sup>2</sup>	Reel Faiz	Kur <sup>2</sup>	Reel Faiz	Kur <sup>2</sup>	Reel Faiz	Kur <sup>2</sup>
<b>Güney Afrika</b>	0.27	8.85	1.93	3.73	-1.66	5.12	-3.21	21.43
<b>Brezilya</b>	-3.94	5.87	-2.70	10.89	-1.24	-5.02	-2.27	11.43
<b>Polonya</b>	-1.48	41.18	0.13	30.29	-1.61	10.89	-1.40	19.53
<b>Macaristan</b>	3.79	40.54	5.26	12.00	-1.47	28.54	1.81	20.58
<b>Rusya</b>	6.89	31.54	5.23	27.32	1.66	4.22	3.16	6.60
<b>Çek Cum.</b>	2.65	12.33	5.01	5.61	-2.35	6.72	-0.20	5.86
<b>Türkiye</b>	-8.38	61.46	-2.18	31.92	-6.20	29.54	-0.68	29.80

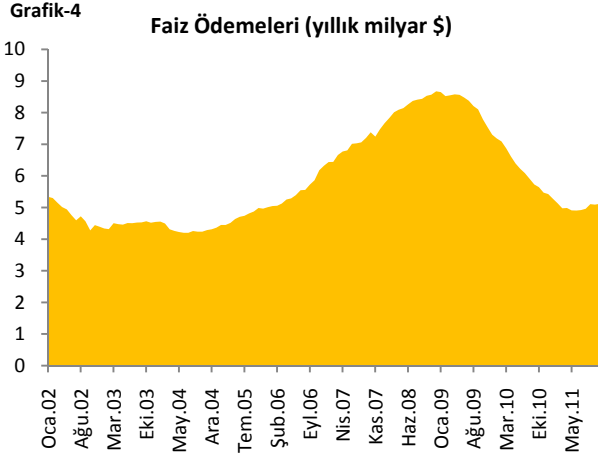
Kaynak: Bloomberg, Vakıfbank

Reel faizlerin gelişimini gelişmekte olan ülkeler perspektifinde döviz kurlarındaki değişimleriyle birlikte karşılaştırmalı olarak incelediğimizde dikkat çekici sonuçlara ulaşıyoruz. Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi 2008 yılının başı ile 2011 yılı sonuna kadar olan süreçte Brezilya, Polonya ve Türkiye'de reel faizlerin gerilediği

<sup>1</sup> Reel faiz, 2 yıl vadeli DİBS faizi ve gerçekleşen enflasyon oranı kullanılarak hesaplanmıştır.

<sup>2</sup> Nominal döviz kurları 2007=100 olacak şekilde endekslenmiştir.

görülmektedir. Söz konusu ülkeler arasında reel faizi en çok gerileyen ülkenin ise Türkiye olduğu dikkat çekmektedir. Söz konusu süreçte döviz kurlarının seyri ele alındığında ise incelenen tüm ülkelerde para birimlerinin değer kaybettiği görülmektedir. Reel faizlerde sert bir düşüş görülen Türkiye’de, TL en çok değer kaybeden para birimi olarak karşımıza çıkmaktadır. Kriz sonrası süreçte ise Avrupa’da sorunlu ülkeler arasında yer alan Macaristan ve Polonya’da ise para birimlerindeki değer kaybının hızlandığı görülmektedir.



Kaynak: TCMB

Küresel faizlerdeki düşüş trendinin Türkiye ekonomisine bir diğer yansıması da cari işlemler açığının finansmanı tarafında görülmektedir. Küresel kriz ile birlikte gelişmiş ülke merkez bankalarının düşük faiz ve bol likidite politikaları cari işlemler açığının finansmanında ödenen faizin gerilemesine yol açmıştır. Son dönemde söz konusu faiz ödemelerinde bir yükseliş görülmesine karşın, beklentilere paralel olarak düşük faiz ortamının devam etmesi ve yeni parasal genişleme önlemlerinin alınması durumunda söz konusu ödemelerde yeniden bir düşüşün yaşanması mümkün olacaktır. Bu durum, gerek ekonomik aktivitedeki yavaşlama gerekse yüksek ihracat performansı ile daralmasını beklediğimiz cari

işlemler açığına ilişkin risk algılamalarının daha da azalmasını sağlayacaktır.

Sonuç olarak, TCMB 2012 yılının ilk PPK toplantısında faiz oranlarını değiştirmemiştir. Ocak ayı toplantılarında ise aralarında Brezilya, Romanya, İsrail ve Şili gibi ülkelerin bulunduğu pek çok gelişmekte olan ülke merkez bankalarının faiz oranlarında indirime gittikleri görülmektedir. Söz konusu indirim kararlarında Euro Bölgesi ülkelerinde yaşanan borç sorununun yarattığı endişenin enflasyonist baskılara göre daha baskın olduğu görülmüştür. Son dönemde enflasyonda görülen yükseliş piyasa faizlerinin arttığı bir ortamda reel faizlerde yeniden aşağı yönlü bir trendin oluşmasına neden olmuştur. Reel faizlerin gelişimi, seçilmiş GOÜ’lerin döviz kurları ile birlikte incelendiğinde, TL’nin en çok değer kaybeden para birimi olmasına karşın, Türkiye’nin 2008-2011 döneminde reel faizlerde en büyük düşüşün gerçekleştiği ülke olduğu görülmektedir. Küresel krizin ardından hızlı bir toparlanma sürecine giren Türkiye ekonomisinde reel faizdeki düşüş devam etmiştir. 2010 yılının başından itibaren ise Euro Bölgesi’nin sorunlu ülkelerinden olan Polonya ve Macaristan’da para birimlerinde sert değer kayıpları görülmüştür.

Serkan Özcan	Baş Ekonomist	<a href="mailto:serkan.ozcan@vakifbank.com.tr">serkan.ozcan@vakifbank.com.tr</a>	0312-455 70 87
Cem Erođlu	Kıdemli Ekonomist	<a href="mailto:cem.eroglu@vakifbank.com.tr">cem.eroglu@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 18 98
Nazan Kılıç	Ekonomist	<a href="mailto:nazan.kilic@vakifbank.com.tr">nazan.kilic@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 19 02
Ümit Ünsal	Ekonomist	<a href="mailto:umit.unsal@vakifbank.com.tr">umit.unsal@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 18 99
Emine Özgü Özen	Araştırmacı	<a href="mailto:emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr">emineozgu.ozen@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 18 90
Naime Dođan	Araştırmacı	<a href="mailto:naime.dogan@vakifbank.com.tr">naime.dogan@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 18 92
Fatma Özlem Kanbur	Araştırmacı	<a href="mailto:fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr">fatmaozlem.kanbur@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 18 91
İbrahim Taha Durmaz	Araştırmacı	<a href="mailto:ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr">ibrahimtaha.durmaz@vakifbank.com.tr</a>	0212-398 19 05

Bu rapor Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu bilgi ve verilerin doğruluğu hakkında herhangi bir garanti vermemekte ve bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir konuda yatırım önerisi olarak yorumlanmamalıdır. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. bu raporda yer alan bilgilerde daha önceden bilgilendirme yapmaksızın kısmen veya tamamen değişiklik yapma hakkına sahiptir.