

## İÇİNDEKİLER

### **Türkiye’de Tasarruflar: Tarihsel Seyir, Mevcut Görünüm Ve Politika Önerileri**

Bir ülkenin ekonomik kalkınma ve büyümesi hiç kuşkusuz ülkede yapılan yatırımlar ile doğrudan ilgilidir. Söz konusu yatırımların finansman kaynağı ise dışarıdan o dönemde sağlanan fonların yanı sıra ülke içinde yapılmış tasarruflardır. Özellikle küresel belirsizliklerin arttığı bir ortamda dış finansmana ilişkin tablonun olumsuzlaşması durumunda, yatırımların finansmanı açısından yurtiçi tasarrufların önemi daha da iyi anlaşılmaktadır. Bu çalışmada sürdürülebilir büyüme açısından son dönemlerde çok sık tartışılan tasarrufların tarihsel gelişimi, mevcut durumu ve mevcut tasarrufların artırılması için uygulanabilecek olası politika önerileri ele alınmıştır.

### **Şubat ayında sanayi üretimi beklentilerin üzerinde yükselirken cari işlemler açığındaki toparlanma devam etti.**

Ocak ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %1.5’lik sınırlı bir artış gösteren sanayi üretimi, Şubat ayında beklentilerin üzerinde yükselmiştir. Çalışma gün sayısındaki artış beklentilerin aşılmasında önemli bir etken olarak karşımıza çıkmasına karşın, takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış endeksin de sınırlı da olsa bir artış göstermesi ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın bir miktar ivme kaybettiğini göstermektedir. Cari işlemler açığı ise Şubat ayında 4.2 milyar dolar gelmiş ve 12 aylık kümülatif cari işlemler açığı bir önceki aya göre 1.8 milyar dolar azalarak önemli bir yavaşlama sinyali vermiştir. Finansman tarafında ise net hata noksan kaleminin de etkisiyle düşük gerçekleşen dış finansman ihtiyacının üzerinde bir sermaye girişi olmuş ve resmi rezervlerde bir artış görülmüştür.

### **Revizyon: 2012 Makro Ekonomik Beklentilerimiz**

Bu raporumuzda, Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik göstergelerine ilişkin beklentilerimizde yaptığımız değişiklikleri ve gerekçelerini incelemekteyiz. Buna göre, 2012 yılı büyüme beklentimizi mevcut ve gelecek döneme dair öncül göstergeler ışığında %2.5’ten %3.5’e revize ediyoruz. Enflasyonda ise, uluslararası ölçekte petrol fiyatlarında yaşanan yükselişin yurtiçinde enerji fiyatlarına yansımaları, döviz kurundaki yukarı yönlü hareketlerin gecikmeli etkileri, enerji ve doğalgaz fiyat ayarlamaları ve gıda fiyatlarının seyri yılsonu TÜFE beklentimizi %6.6 seviyesinden %7.2’ye revize etmemizde etkili olmuştur. İşsizlik oranı tahminimizi ise büyüme beklentilerimize paralel olarak %10.7’den %10.4’e revize ediyoruz.

Büyümedeki yavaşlamanın yıl başındaki öngörülerimize kıyasla daha ılımlı olacağı beklentimiz ve petrol fiyatlarında yükseliş baskısı dış ticaret açığı beklentimizi 85.3 milyar dolardan 93 milyar dolara revize etmemizde belirleyici olmuştur. Bu doğrultuda cari işlemler açığı tahminimizi ise 62.1 milyar dolardan 65 milyar dolara revize etmekteyiz. Büyüme performansında, baz etkisi ve olumsuz dış talep koşullarının katkısıyla yaşanan düşüşü sınırlamak üzere hazırlanan mali teşvik paketinin öngörülenin üzerinde bir bütçe açığına yol açması mümkün görünmektedir. Mevcut enflasyon ve büyüme görünümünün gelir artırıcı politikaları sınırlayacak olması da bu olasılığı desteklemektedir.

TCMB’nin, piyasa faizleri ve döviz kuru üzerinde 2011’in üçüncü çeyreğinden beri belirleyici etkisi artan esnek para politikasını devam ettirecek olması ve enflasyonist baskılara karşı sıkılaştırıcı önlemlerini artırdığı yönündeki açıklamaları, TCMB politika faizinin 2012 yıl sonu itibarıyla %5.75 seviyesinde olacağı yönündeki beklentimizi desteklemektedir.

Enflasyonist baskılar, merkez bankasının esnek para politikası ve küresel kırılganlıklar nedeniyle %8.85 seviyesinde bulunan 2012 yıl sonu gösterge Hazine tahvilinin getirisine ilişkin beklentimiz üzerindeki yukarı yönlü risklerin arttığı görülmektedir. Bu nedenle gösterge tahvil getirisine ilişkin yıl sonu beklentimizi %8.85’ten %9.15 seviyesine revize ediyoruz. Yılın tamamında ise gösterge tahvil getirisinin ortalama %9.36 seviyelerinde hareket etmesini bekliyoruz.

Döviz kuru beklentilerimizde ise küresel likidite koşulları, yabancı sermaye akımları ve TCMB politikaları doğrultusunda herhangi bir değişikliğe gitmiyoruz. Buna göre 2012 yılı sonunda USD/TL kurunun 1.70, EUR/USD kurunun 2.40 ve kur sepetinin (0.5\$+0.5€) 2.05 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

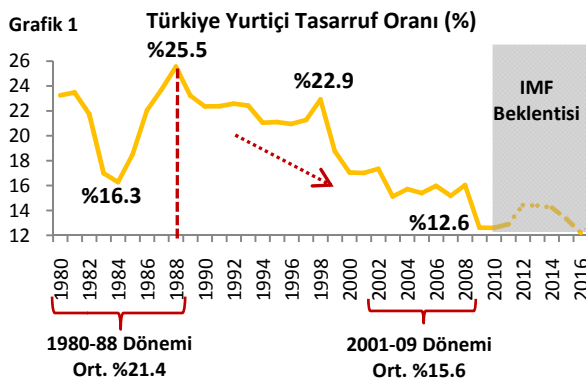
## Türkiye’de Tasarruflar – Tarihsel Seyir, Mevcut Görünüm Ve Politika Önerileri

Son dönemde sürdürülebilir büyüme açısından tasarruflar sık tartışılan bir konu haline gelmiştir. Özellikle 2000’li yıllarda tasarruf oranlarında yaşanan gerileme yatırımların finansmanı açısından önemli görünürken, dış finansmana olan bağımlılığı da artırarak sürdürülebilir büyüme üzerinde risk oluşturmaktadır. Bütün bu risklerin tüketim ve tasarruf dinamikleri ekseninde ele alınacağı çalışmamızda, öncelikle tasarrufların genel bir tanımını yapmanın gerekli olduğunu düşünüyoruz. En genel şekli ile yurtiçi tasarruflar bir ülke için kamu ve özel tasarrufların toplamı şeklinde tanımlanmaktadır. Özel tasarruflar içinde önemli bir ağırlığa sahip hanehalkı için ise tasarruf gelirin ileriki bir dönemde kullanılmak üzere harcanmayan kısmı olarak ifade edilmektedir. Bütün bu değerlendirmeler ışığında hanehalkı tasarrufları, tasarrufların önemli bir payını oluşturarak genellikle çalışmalarda en çok üzerinde durulan bölümü oluşturmaktadır. Bu çalışmada da hanehalkına ilişkin ayrı bir bölüm hazırlanmıştır. Özel tasarrufların bir diğer önemli ayağı olan şirket tasarrufu ise, işletmelerin dağıtılmamış karlarının ve sabit sermaye amortismanının toplamı olarak tanımlanmaktadır. Son olarak ise toplam kamu gelirlerinden harcamalara ayrılan kısmın dışında kalan miktar da kamu tasarrufu olarak belirtilebilir. Tanımlarından da anlaşılacağı üzere bireylerin ya da şirketlerin tasarruf saikleri birbirlerinden farklılık göstermektedir. Genel olarak tasarruf başta ekonomik nedenler olmak üzere pek çok faktörün etkisi altında kalmakla birlikte psikolojik ve sosyo-ekonomik faktörlerin de tasarruflar üzerinde yoğun etkisi bulunmaktadır. Bu faktörler son bölümde öneriler ile birlikte detaylı bir şekilde ele alınacaktır.

### Tasarruflar Neden Önemlidir?

Bir ülkenin ekonomik kalkınma ve büyümesi hiç kuşkusuz ülkede yapılan yatırımlar ile doğrudan ilgilidir. Söz konusu yatırımların finansman kaynağı ise dışarıdan o dönemde sağlanan fonların yanı sıra ülke içinde yapılmış tasarruflardır. Özellikle küresel belirsizliklerin arttığı bir ortamda dış finansmana ilişkin tablonun olumsuzlaşması durumunda, yatırımların finansmanı açısından yurtiçi tasarrufların önemi daha da iyi anlaşılmaktadır. Tam da bu nedenle son dönemde düşen tasarruf oranları daha sık tartışılır hale gelmiştir. 2011 yılında cari işlemler açığının GSYİH’ya oranı %10 seviyelerine dek yükselirken, yurtiçi tasarruflar da 2010 yılı itibarıyla %13.9 seviyelerinde bulunmaktadır. Bu rakamlar dış finansmanın ekonomimizdeki önemini ve boyutlarını net şekilde yansıtmaktadır. Dış finansman ihtiyacının yüksek seviyelere çıkması ekonominin küresel koşullara duyarlılığını artırırken, sürdürülebilir büyüme açısından da soru işaretleri doğurmaktadır. Likiditenin yüksek olduğu son yıllarda dış finansman düşük maliyetle sağlandığından ekonomimiz için bir risk oluşturmamasına karşın, küresel likidite koşullarında herhangi bir bozulma büyüme yönünde sorunlara yol açabilecektir. Sonuç olarak finansman ihtiyacını karşılayamayan bir ekonominin küçülmesi kaçınılmaz olacaktır. Dış finansmana ilişkin söz konusu risklerin ortaya çıkması durumunda finansman ihtiyacını karşılayacak yurtiçi tasarrufa sahip olmak istikrarlı bir büyümenin yakalanması açısından kilit olarak görünmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında bu haftaki çalışmamızda, ilk olarak tasarruflar tarihsel olarak incelenecek, ardından yatırım-tasarruf ilişkisine dair analizler ele alınacaktır. Çalışmamızda ayrıca kamu-özel tasarruf ayırımına gidilerek hanehalkına özel bir bölüm de hazırlanmıştır. Sonuç bölümünde ise “tasarrufların artırılması için neler yapılabilir?” sorusuna yanıt aranacaktır.

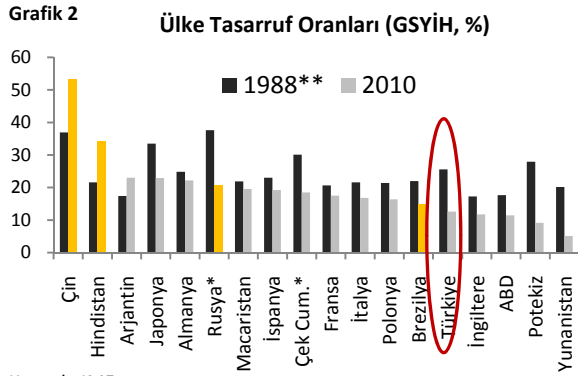
### Türkiye’de yurtiçi tasarrufların tarihsel gelişimi



Gelecek dönemlerde tasarruf oranlarının olası seyri açısından yorum yapabilmek adına, Türkiye’de tasarruf oranlarının tarihsel gelişimine bakmak faydalı olacaktır. Ocak 1980’de uygulanan kapsamlı istikrar programıyla birlikte ekonomide dışa dönük gelişme stratejisi kabul edilmiş ve dış dengesizlikler ülke ekonomimiz açısından önem kazanmıştır. Fakat söz konusu programdaki ihracata dayalı büyüme politikasının sadece ilk birkaç yıl başarılı

olmasından dolayı, 1980-1988 döneminde görülen politika belirsizlikleri ve yüksek enflasyonun etkisiyle tasarruf oranı %16.3'e kadar gerilemesinin ardından 1988'de tarihinin en yüksek seviyesi olan %25.5'e yükselmiştir. Bu dönemde sağlanan ekonomik büyümenin ihracat kaynaklı değil, dış tasarruf kaynaklı olduğu söylenebilir. Öte yandan yurtiçi tasarrufların 1988'den bu yana genel olarak azalma eğiliminde olduğu görülürken, 1998'de yeniden sert bir hareketle %22.9'a yükseldiği ve hemen ardından daha sert bir şekilde yeniden gerilemeye devam ettiği görülmüştür. Tasarruf oranlarının ayrıntılarına bakıldığında ise, 1988-2001 yılları arasında tasarruf oranlarının kamu sektörü kaynaklı gerilediği görülürken, 2001-2010 döneminde bir önceki dönemin aksine özel sektör kaynaklı gerilemiştir.

## Küresel Görünüm



Kaynak: IMF  
 \* 1999 verileridir.  
 \*\*Tasarruf oranlarının en yüksek olduğu dönem seçilmiştir.

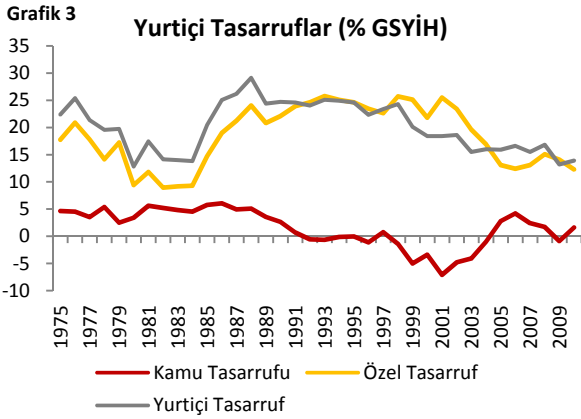
Dünya toplam tasarruf oranı<sup>1</sup>, dünya ülkelerinin genel tasarruf eğilime paralel bir hareketle 2010 yılı sonunda GSYİH'nin %19.6'sına kadar gerilemiştir. Dünya ülkelerinin 1980 yılından bu yana tasarruf oranlarına bakıldığında genel bir düşüş eğilimi görülürken, Çin gibi güçlü ekonomiye sahip ülkelerde ise yıllar içinde hafif artışlar dikkat çekmiş, fakat bu artışların dünya tasarruf oranı eğilimindeki düşüşü kompanse edebilecek boyutta olmadığı görülmüştür. Yarım yüzyıldır ekonomik dinamikleri benzerlik göstermelerinden dolayı on yıl önce BRIC (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) kısaltmasıyla anılmaya başlanan ülkelerin tasarruf oranlarındaki ciddi farklılıklar ise dikkat çekmiştir.

Çin dünyadaki en yüksek tasarruf oranına sahip ülke olurken, gruptaki bir diğer ülke olan Brezilya'nın dünya ortalamasının altında seyrettiği görülmüştür. Söz konusu ülke ekonomilerinin son on yılda tasarruf oranları arasındaki makasın giderek açıldığı görülürken, bu durumun, başta Çin olmak üzere ülkelerdeki farklı sosyoekonomik yapılardan kaynaklandığı söylenebilir. Öte yandan güçlü ekonomiye sahip olan ABD, Almanya gibi ülkelerin tasarruf oranlarının yıllar içinde gelişmekte olan ülke ekonomilerine nazaran daha sınırlı hale geldiği görülmüştür. Bu durumun bir nedeni olarak, bir ülkedeki gelişmiş emeklilik sistemi sayesinde kişinin geleceğe dair endişesinin azalması ve dolayısıyla tasarruf eğiliminin düşmesi söylenebilir. Örneğin ABD'deki bireysel emeklilik sistemleri sayesinde bireyler peşinen sağlanan vergi indirimleri ve emeklilik yaşına kadar karlarının indirilmesi kanalıyla önemli ölçüde tasarruf yapmaktadır. Fakat Çin'de bu durum tam tersine işlemekte ve bireyler gelişmemiş emeklilik sistemlerinden dolayı tasarruf eğilimlerini büyük ölçüde arttırmaktadırlar. Bu durum, kişilerin geleceğe ilişkin endişelerinin tasarruf eğilimleri üzerinde ne derecede etkili olduğunu göstermektedir.

## Özel – Kamu Tasarrufları ve Yatırım

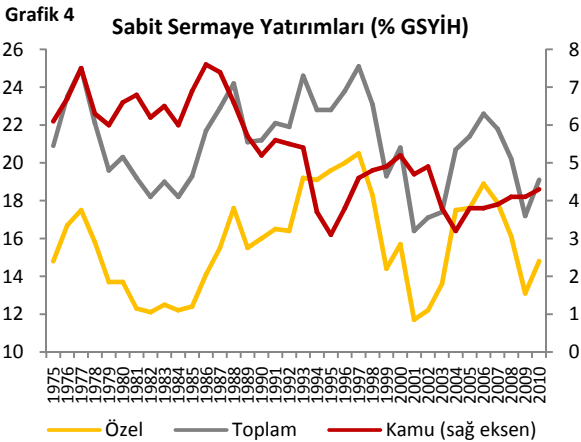
Türkiye ekonomisinde tasarrufların tarihsel seyrine genel bakışa ek olarak, kamu ve özel sektörlerin tasarruf ve yatırım davranışlarının da incelenmesi yararlı olacaktır. Ekonomik aktörlerin yatırım ve tasarruf kararlarında yapısal bir değişimin olup olmadığının belirlenmesi sürdürülebilir güçlü büyüme patikasının elde edilmesi bağlamında önemli ipuçları sağlayacaktır.

<sup>1</sup> Dünya Bankası verilerindeki tüm ülke tasarruf oranlarının ağırlıklı ortalaması şeklinde hesaplanmıştır.



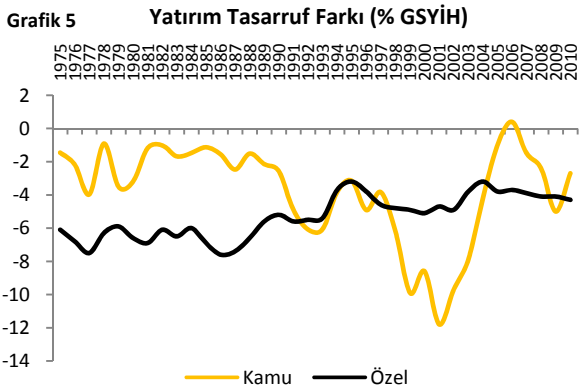
Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Yurtiçi tasarrufların tarihsel seyrine bakıldığında, aşağı yönlü bir trendin hakim olduğu dikkat çekmektedir. 1980'li yılların sonlarından itibaren düşüş trendine giren yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı 2010 yılı itibariyle %13.9 seviyesine inmiştir. Yurtiçi tasarruf eğiliminde belirgin bir trend göze çarpmasına karşın kamu kesiminin tasarruflarında yapısal bir değişim gözlenmiştir. Toplam yurtiçi tasarruflardaki genel eğilime paralel olarak, 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren giderek ağırlaşan bir şekilde olumsuz bir tablo çizen kamu tasarruflarında 1996 yılından itibaren ise görüntü daha da bozulmuştur. Ciddi bir makroekonomik krizin yaşandığı 2001 yılında ise kamu kesimi tasarruf açığı GSYİH'nin %7.1'ine ulaşmıştır. Kriz sonrası süreçte ise yoğun bir şekilde uygulamaya konulan makroekonomik istikrar programı çerçevesinde sıkı maliye politikaları kamu tasarruflarında tablonun tersine dönmesini sağlamıştır. Kamu kesimi tasarruflarının yükselmesi beraberinde finansal piyasalarda kamunun yarattığı baskının azalmasını sağlamış ve kaynakların daha etkin kullanılabilir hale gelmesine yardım etmiştir. Kamu tasarruf davranışlarındaki yapısal değişime karşılık özel sektör tasarruflarında tersi bir trend izlenmiştir. 1980'lerin ortası ile 2001 yılı arasında nispeten istikrarlı bir seyir izleyen özel sektör tasarrufları 2001 yılından itibaren hızla gerilemiştir.



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

çıkılmaktadır. Değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin yönünü ve boyutunu yansıtan korelasyon katsayıları özel sektör sabit sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki pozitif doğrusal ilişkinin kamu sabit sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki ilişkiden daha güçlü olduğu göstermektedir.



Kaynak: Kalkınma Bakanlığı

Büyüme ile Sabit Sermaye Yatırımlarının Korelasyon Katsayıları

Kamu	Özel
-0.37	0.58

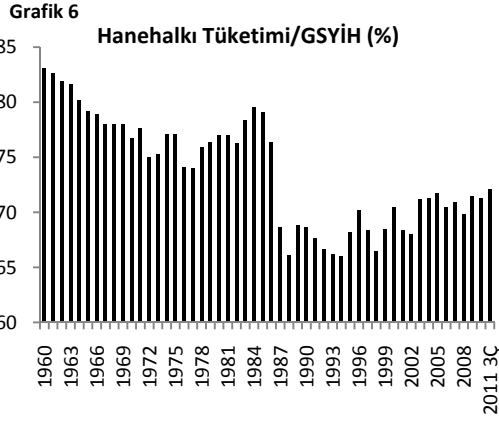
Kamu ve özel sektöre ilişkin genel tasarruf eğilimlerinin ortaya konulmasının ardından söz konusu ekonomik aktörlerin yatırım kararları incelenmiştir. Tarihsel olarak, özel sabit sermaye yatırımlarının toplam sabit sermaye yatırımları ile paralel hareket ettiği görülmektedir. Büyüme ile sabit sermaye yatırımları arasındaki korelasyon katsayılarına sektörler itibariyle bakılması durumunda dikkat çekici saptamalar karşımıza

çıkılmaktadır. Değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin yönünü ve boyutunu yansıtan korelasyon katsayıları özel sektör sabit sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki pozitif doğrusal ilişkinin kamu sabit sermaye yatırımları ile büyüme arasındaki ilişkiden daha güçlü olduğu göstermektedir.

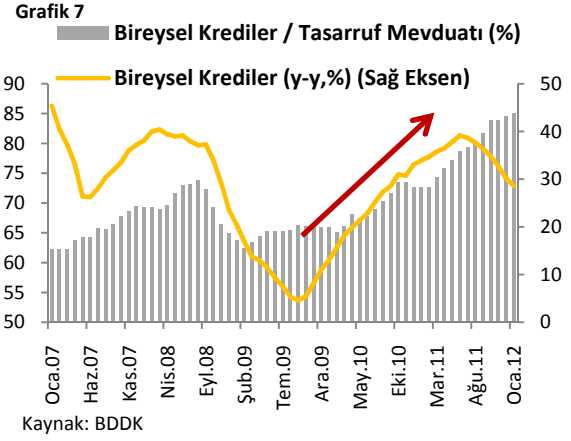
Kamu ve özel sektör tasarruf açıklarının toplamı olarak ifade edebileceğimiz cari işlemler açığının kaynakları açısından da yapısal bir değişim söz konusu olmuştur. 1996-2002 döneminde kamu sektörünün yatırım-tasarruf açığı cari işlemler açığının temel belirleyicisi olurken, izleyen süreçte özel sektörün tasarruf açığının artması cari işlemler açığının kaynağının da söz konusu sektöre kaymasına neden olmuştur.

## Hanehalkı Görünümü

Talep yaratan ve geleceğe yönelik beklentileri ile belirlediği tasarruflarını mali piyasalarda değerlendiren hanehalkının tüketim ve tasarruf eğiliminin analiz edilmesi toplam tasarruflara ilişkin tablonun ortaya konması açısından önemli olduğu görülmektedir. Ancak hanehalkına ilişkin tasarruf verilerinin elde edilmesinin oldukça zor olması nedeniyle çalışmamızın bu bölümünde hanehalkı borçluluğunun yanı sıra varlıklarının kompozisyonu detaylı bir şekilde incelenecek ve diğer ülkeler ile karşılaştırmalı bir analiz yapılacaktır.



Kaynak: Dünya Bankası



Kaynak: BDDK

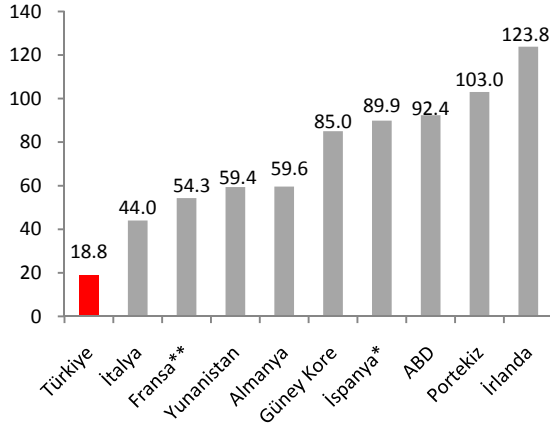
2011 yılında tüketici kredilerinin hızlı artış yaşaması ve hanehalkı tüketiminin GSYİH içindeki payının 2011 yılının ilk üç çeyreği itibari ile %72.1 seviyelerine dek yükselmesi artan cari açık riski ile birlikte dikkatleri hanehalkı yükümlülük oranlarına çekmiştir. Yıl içinde artış hızı %85.1 seviyelerine kadar yükselen bireysel kredilerin toplam tasarruf mevduatlarına oranı da kriz sonrası toparlanma sürecinde yükseliş trendine girerek hanehalkının tüketim talebinin arttığını göstermiştir. Bireysel kredilerde yaşanan sert yükselişin BDDK'nın tüketici kredileri karşılık oranlarında artış öngören kararı ile terse döndüğü dikkat çekmekle birlikte bireysel kredilerin toplam tasarruf mevduatları içindeki payı artmaya devam etmiştir.

Hanehalkı Göstergeleri			
(milyar TL)	2009	2010	2011 3Ç
<b>Hh harcanabilir geliri</b>	408.9	463.4	529.7
<b>Hh yükümlülükleri</b>	147.1	191.1	236.6
<b>Hh faiz ödemeleri</b>	21.1	20.4	22.3
<b>Faiz Öde./Hh harca. gelir (%)</b>	5.2	4.4	4.2
<b>Borç/ Hh harca. gelir (%)</b>	36.0	41.2	44.7
<b>Kaynak: TCMB</b>			

Türkiye'nin hanehalkı yükümlülüklerinin seyri incelendiğinde, nominal olarak yükümlülüklerin 2010 yılında %29.9 yıllık artış yaşadıktan sonra 2011 yılının üçüncü çeyreği itibariyle de 2010 yıl sonuna göre %23.8 oranında yükseldiği görülmüştür. İktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın yanı sıra söz konusu canlanmaya bağlı olarak artan tüketici güveni, tüketici kredisi talebini artırmakta, bunun sonucunda hanehalkı borçluluğu da yükselmeye devam etmektedir. Krizin derinleştiği 2009 yılında hanehalkı yükümlülüklerinin harcanabilir gelire oranı %36 seviyelerinde gerçekleşirken, 2010 yılından itibaren ekonominin

toparlanması ile birlikte söz konusu oranın kademeli şekilde yükseldiği dikkat çekmektedir. Hanehalkının döviz cinsinden borçlanamaması ve dövize endekli borçlanmanın da 2009 yılının Haziran ayından itibaren önüne geçilmiş olması hanehalkının kur riskinden korunmasını sağlarken, hanehalkının değişken faizli kredi tutarının da düşük olması, hanehalkını faiz riskinden de belli ölçülerde korumaktadır.

**Grafik 8 Hanehalkı Borçluluğu (GSYİH, %)**



Kaynak: Bloomberg

\*: 2009 verisi kullanılmıştır

\*\* :2010 verisi kullanılmıştır.

Diğer ülkeler için 2011 yılı içinde açıklanan en son veri dikkate alınmıştır.

Yükseliş trendinde olmasına karşın, hanehalkı yükümlülüklerinin diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında görece düşük bir rakama işaret etmesi ve Türkiye'nin yüksek borç ödeme kabiliyeti dikkate alındığında ülkemizin diğer ülkelere göre avantajlı konumunu sürdürdüğü söylenebilir. Nitekim yüksek hanehalkı borçluluğuna sahip ülkeler kamu maliyesine ilişkin sorunlar ile baş etmeye çalışırken, Türkiye'nin kamu maliyesi sağlam bir görünüme işaret etmektedir. Hanehalkı borçluluğunun GSYİH'ye oranı incelendiğinde, 2009 yılında %15.4 olan bu oranın 2010 yılında %17.3 seviyesine kadar yükseldiği görülmektedir. Türkiye'de hanehalkı borçluluğunun yükselme eğilimi 2011 yılında da sürmüş ilk yarı itibari ile bu oran %18.8 seviyesine ulaşmıştır. Bazı Avrupa ülkelerinde ise bu oranın %100 seviyelerini aştığı dikkat çekmektedir. Tasarruf eğiliminin azaldığı bir

ortamda, yurtdışı tüketimin ciddi seviyelere ulaştığı gelişmiş ülkelerin son 5 yıllık süreçte yaşadığı tecrübeler, gelişmekte olan ülkelerde söz konusu tüketim davranışlarında yaşanan dönüşüm bakımından ders niteliği taşımakla birlikte sürecin yakından takip edilmesi ve kontrol altında tutulması gereğini de doğurmaktadır.

#### Hanehalkı Finansal Varlıkların Kompozisyonu (milyar TL)

	2009		2010		2011 Ç3	
	Milyar TL	Pay	Milyar TL	Pay	Milyar TL	Pay
<b>Tasarruf Mevduatı</b>	209.6	49.9	253.8	52.7	280.4	52.1
<b>DTH</b>	98.2	23.4	96.9	20.1	106.9	19.9
<b>-DTH (Milyar \$)</b>	65.2	--	62.7	--	58	--
<b>Dolaşımdaki Para</b>	35.4	8.4	44.6	9.3	52.1	9.7
<b>DİBS+Eurobond</b>	14.1	3.3	9.4	2	8.8	1.6
<b>Yatırım Fonu</b>	26.1	6.2	28.5	5.9	28.3	5.3
<b>Hisse Senedi</b>	24.6	5.9	32.6	6.8	32.4	6
<b>Emeklilik Yatırım Fonları</b>	9	2.1	12.1	2.5	14.1	2.6
<b>Repo</b>	2.3	0.5	1.5	0.3	2.2	0.4
<b>Kıymetli Maden Deposu</b>	1.1	0.3	2.3	0.5	12.5	2.3
<b>Toplam Varlıklar</b>	420.4	100	481.7	100	537.7	100
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	147.1		191.1		236.6	
<b>Top. Yük. / Top. Var. (%)</b>	35		39.7		44	
<b>Toplam Yükümlülükler/GSYİH(%)</b>	15.4		17.3		18.8	

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu- Kasım 2011

Hanehalkının yükümlülüklerinin detaylı bir şekilde incelenmesinin ardından varlıklarına ilişkin bir değerlendirmenin, hanehalkı tasarruf dinamiklerinin ortaya konulması bakımından faydalı olacağını düşünüyoruz. Tasarruf mevduatları hanehalkının varlık kompozisyonu içinde en önemli paya sahip olmaya devam ederken, 2010 yılında ekonomide yaşanan toparlanmaya bağlı olarak faiz oranında indirim beklentilerinin de sona ermesi ile mevduatların toplam varlıklar içindeki payının arttığı izlenmiştir. 2011 yılında ise sınırlı bir ivme kaybı yaşanmasına karşın tasarruf mevduatlarının gücünü koruduğu söylenebilir. Alternatif



tasarruf araçlarına bakıldığında ise 2011 yılının ilk üç çeyreği itibari ile bir önceki yıla göre kıymetli maden deposunun payında artış yaşandığı dikkat çekmektedir. 2011 yılında altına olan talebin sert artış göstermesi ile kıymetli maden deposunun arttığı görülmektedir. Son dönemde sık sık gündeme gelen ve özellikle gelişmiş ülkelerde finansal varlıklar içinde önemli yer tutan emeklilik yatırım fonlarının Türkiye’de hanehalkının varlıkları içindeki payının zamanla artış göstermesine karşın oldukça düşük olduğu dikkat çekmektedir. Uzun vadeli oldukları için finansal sistemin derinliğinin bir göstergesi olarak kabul edilen emeklilik yatırım fonlarının bundan sonraki dönemde varlıklar içindeki payının artırılması önemli olacaktır. Diğer yandan 2011 yılında DİBS ve hisse senedinin toplam varlıklar içindeki payı azalış eğilimi göstermiştir. Önümüzdeki dönemde tasarrufların artırılmasının yanı sıra kompozisyonun da değişmesi yönünde önemli bir yolun bulunduğunu düşünüyoruz. Çalışmamızın son bölümünde bu konu detaylı bir şekilde ele alınacaktır. Hanehalkı yükümlülüklerinin hanehalkı varlıkları içindeki payı ise yükseliş eğilimi göstererek 2011 yılının üçüncü çeyreği itibariyle %44 seviyelerine dek yükselmiştir.

### **Ekonominin Genel Dengesi**

<b>EKONOMİNİN GENEL DENGESİ</b>						
	<b>Cari Fiyatlarla (milyar TL)</b>			<b>GSYİH payı (%)</b>		
	<b>2010</b>	<b>2011*</b>	<b>2012**</b>	<b>2010</b>	<b>2011*</b>	<b>2012**</b>
<b>Net Mal ve Hizmet İhracatı</b>	<b>-60.9</b>	<b>-107.9</b>	<b>-101.9</b>	<b>-5.5</b>	<b>-8.4</b>	<b>-7.1</b>
<b>Mal ve Hizmet İhracat</b>	233.1	302.8	345.6	21.1	23.6	24.2
<b>Mal ve Hizmet İthalatı</b>	294	410.7	447.6	26.6	32.1	31.4
<b>Kamu Harcanabilir Geliri</b>	<b>138.2</b>	<b>178.1</b>	<b>184.6</b>	<b>12.5</b>	<b>13.9</b>	<b>12.9</b>
<b>Kamu Tüketimi</b>	120.5	141.4	154.6	10.9	11	10.8
<b>Kamu Tasarrufu</b>	17.6	36.7	30	1.6	2.9	2.1
<b>Kamu Yatırımı</b>	44.6	57.1	61.4	4	4.4	4.3
<b>Kamu Tasarruf Yatırım Farkı</b>	-27	-20.1	-31.4	-2.4	-1.6	-2.2
<b>Özel Harcanabilir Gelir</b>	<b>956.7</b>	<b>1,093.80</b>	<b>1,232.40</b>	<b>86.7</b>	<b>85.4</b>	<b>86.4</b>
<b>Özel Tüketim</b>	820.7	959.9	1,046.10	74.4	74.9	73.4
<b>Özel Tasarruf</b>	136	133.9	186.3	12.3	10.4	13.1
<b>Özel Yatırım</b>	178.9	225.6	265.7	16.2	18	18.6
<b>Özel Tasarruf Yatırım Farkı</b>	-42.9	-97.4	-79.5	-3.9	-7.6	-5.6

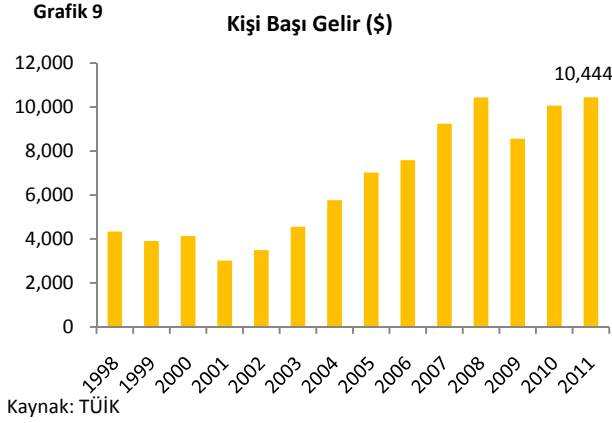
Kaynak: Kalkınma Bakanlığı  
\*: Tahmin , \*\*: Program

Ekonominin genel dengesine ilişkin son görünüme ve 2012 yılı için planlanan tabloya bakıldığında, GSYİH’ye oranlar bağlamında özel tüketimin GSYİH’ye oranında bir düşüş beklenirken, tasarruf oranında bir artış öngörülmektedir. 2011 yılında GSYİH’nin %10.4’ü seviyesinde gerçekleştiği tahmin edilen özel tasarrufların 2012 yılında %13.1 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Söz konusu gelişmelere paralel olarak ise 2012 yılında özel kesim tasarruf yatırım açığının GSYİH’ye oranının %7.6’dan %5.6’ya gerilemesi beklenmektedir. Kamu tarafına bakıldığında ise tüketim, yatırım ve tasarruf kalemlerinde önemli bir değişim beklenmezken, tasarruf yatırım farkının bir miktar yükseleceği öngörülmektedir.

## Türkiye’de Tasarrufları Etkileyen Başlıca Faktörler

Tasarrufların artırılması ve etkin kullanılması yolunda atılacak adımların belirlenmesi aşamasında Türkiye’de tasarruf dinamiklerini belirleyen temel etkenlerin belirlenmesi ve söz konusu etkenlerin temel seyrinin ortaya konulması gerekli olacaktır. Bu çerçevede gerek makroekonomik gerek demografik değişkenlerin görünümü incelenecektir. Bunun yanında bir takım sosyolojik ve psikolojik faktörlerin de Türkiye’deki tasarruf davranışları üzerindeki etkisi ele alınacaktır.

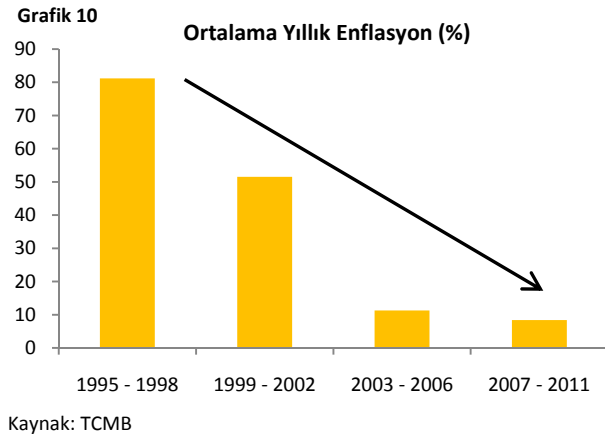
### • Gelir Düzeyi



Yapılan çalışmalar gelir düzeyinin tasarruflar üzerindeki en önemli belirleyicilerden birisi olduğunu göstermektedir. Kişilerin gelir düzeylerinde görülen artış, tasarruf oranlarının artması açısından en önemli etken olarak karşımıza çıkarken, Türkiye ekonomisinde son yıllarda sağlanan güçlü büyüme performansı ile birlikte kişi başına gelirden hızlı bir artış yaşanmıştır. 2001 yılında 3,000 dolar seviyesine kadar gerileyen kişi başına gelir 2008 yılında 10,000 doların üzerine çıkmıştır. Küresel kriz kişi başına gelirin bir miktar gerilemesine neden olsa da, 2011 verileri kriz öncesi düzeyin yakalandığını göstermektedir. Gelir artışı ile

tasarruflar arasındaki ilişki dikkate alındığında, Türkiye ekonomisinin tasarruflarını artırması aynı zamanda büyümesini sürdürmesini de gerekli kılmakta bu durum da tasarrufların artırılmasının yanı sıra etkin kullanılması açısından da adımların atılmasını gerektirmektedir.

### • Enflasyon

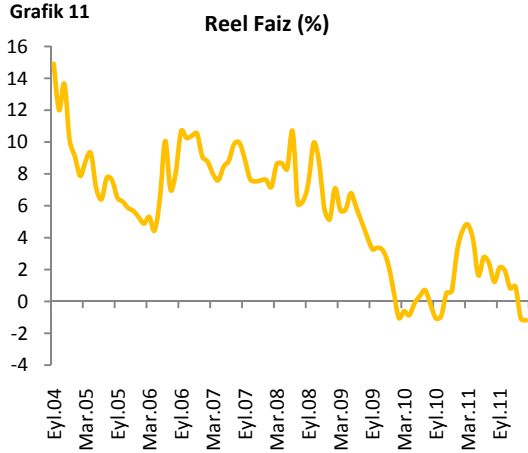


Türkiye ekonomisi uygulanan para ve maliye politikalarının etkisiyle enflasyon görünümünde önemli bir mesafe kaydetmiş ve ciddi bir yapısal değişim yaşamıştır. Enflasyon oranındaki söz konusu değişim yurtiçi tasarruf davranışlarında da önemli farklılaşmayı doğurmuştur. Yüksek enflasyon dönemlerindeki yüksek nominal faizler ekonomik aktörleri varlıklarının reel değerini korumalarını sağlamak amacıyla tüketim yerine tasarrufa yönlendirmektedir. Türkiye ekonomisinin yaşadığı uzun süreli kronik enflasyon dönemlerinin ardından düşük enflasyonla yaşamaya başlaması, kişilerin ertelenmiş tüketimlerini devreye sokmuş ve

tasarruf oranlarının düşüşünde etkili olmuştur.



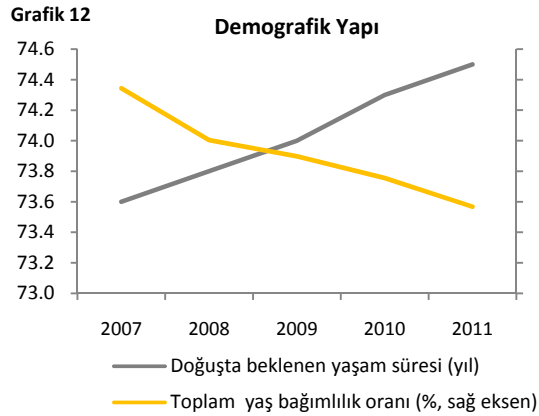
- **Reel Faiz Oranı**



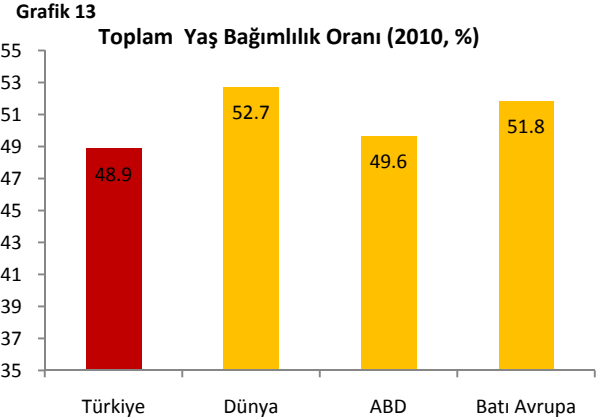
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Reel faiz oranları kişilerin gelirlerini tasarruf ve tüketim arasında dağıtımlarında başlıca faktör olarak görülmektedir. Yüksek reel faiz oranları kişileri tüketimlerini ertelemeye teşvik ederken, tasarrufların artışına katkı sağlamaktadır. Bir başka deyişle, yüksek reel faizler tasarruflardan daha fazla getiri elde edilmesi anlamına gelmektedir. Reel faizlerin cari değerinin yanında ekonomik aktörlerin faizlerin gelecekteki seyri üzerindeki beklentileri de tasarruf kararı üzerinde etkilidir. Bu çerçevede, gerek reel faizlerdeki düşüş gerekse sağlanan istikrar ortamının faizlerin düşük seyretmeye devam edeceği yönündeki beklentileri desteklemesi Türkiye’de tasarrufların gerilemesinde en önemli etkenlerdendir.

- **Demografik Yapı**



Kaynak: TÜİK

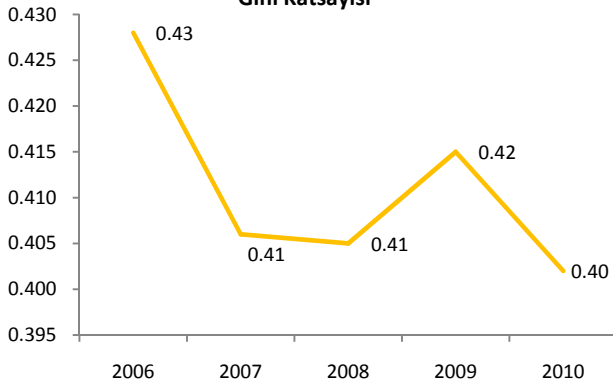


Kaynak: TÜİK, Dünya Bankası

Türkiye’nin demografik yapısı da tasarrufun seyri açısından önem taşımaktadır. Özellikle toplam yaş bağımlılık oranının seyri tasarrufların düşüşündeki demografik etkenlere ilişkin önemli ipuçları sunmaktadır. 0-14 arası ile 65 yaşın üzerindeki kişilerin toplam nüfus içindeki payını ifade eden bağımlılık oranı Türkiye’de bir düşüş trendinde iken gelişmiş ülke ve dünya ortalamalarının altında bulunmaktadır. Bağımlılık oranındaki düşüş tüketim potansiyeli yüksek olan nüfus grubunun yükselmesi anlamına gelmektedir. Bu durum da genç nüfusa sahip Türkiye ekonomisindeki tasarruf eğiliminin düşüşüne ilişkin önemli bir neden olarak karşımıza çıkmaktadır.

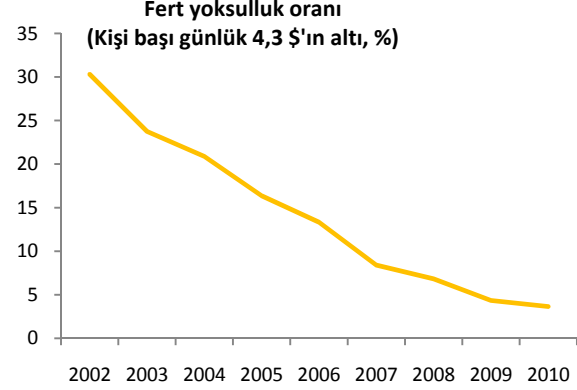
• **Yoksulluk ve Gelir Dağılımı**

Grafik 14



Kaynak: TÜİK

Grafik 15

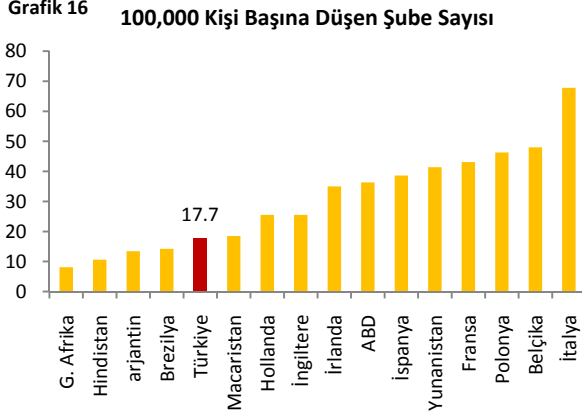


Kaynak: TÜİK

Türkiye ekonomisinde elde edilen yüksek gelir artışı ile birlikte yoksulluk göstergelerinde ve gelir dağılımında önemli kazanımlar elde edilmiştir. TÜİK tarafından açıklanan verilere göre 2001 yılında yaşanan krizin ardından %30 seviyesinde olan günlük 4.3 doların altında geliri olanların oranı, 2010 yılı itibariyle %3.66 seviyesine kadar gerilemiştir. Buna ek olarak, gelir dağılımını yansıtan ve sifıra yaklaştıkça daha adil bir dağılımı gösteren “Gini” katsayısı da 0.4 seviyesine gerileyerek gelir dağılımındaki düzelmeyi göstermektedir. Yoksulluk oranı ve gelir dağılımındaki düzelmeye karşın tasarruf oranlarının düşük seviyelerde kalması bu konuya ilişkin bir eylem planı geliştirilmesi gerekliliğini kanıtlamaktadır.

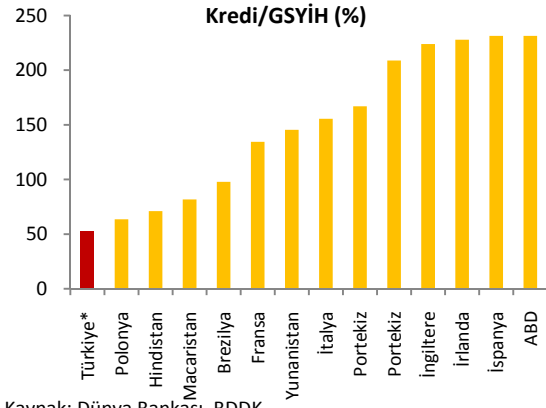
• **Finansal Derinlik ve Finansal Erişilebilirlik**

Grafik 16



Kaynak: BDDK

Grafik 17



Kaynak: Dünya Bankası, BDDK

\*: Son açıklanan veriler

Ülkelerin finansal sistemlerinin derinliği ve ekonomik aktörlerin finansal sisteme erişilebilirlikleri tasarruf davranışlarında önemli etkiler doğurmaktadır. Türk finans sisteminin son yıllarda gerek derinleşme gerekse kişilerin erişimi açısından önemli bir yol kat etmesine karşın uluslararası karşılaştırmalarda hala görece geride olduğu görülmektedir. Finansal sistemin mevcut sağlam yapısı, tasarrufların artırılması konusunda kurumsal düzenlemeler konusunda hareket alanını genişletirken, finansal okuryazarlık gibi mikro adımların atılması da finansal varlıklara erişilebilirlik konusunda beklentilerin üzerinde bir katkı sağlayabilecektir.

- **Diğer Faktörler**

Yukarıda anlatılan makroekonomik ve demografik değişkenlere ek olarak, Türkiye özelinde tasarruflar açısından ele alınması gereken bir takım toplumsal göstergelere de bakılması tasarruf davranışlarının kökeni açısından önem taşımaktadır. Öncelikle, hanehalkında alt kuşaklara miras bırakılması konusunda bir isteğin bulunması tasarruf oranlarında bir artışa neden olabilmektedir. Ancak bu konuda miras bırakılmak istenilen varlığın türü önem kazanmaktadır. Yine Türkiye özelinde mirasa konu olan ekonomik varlığın konutta yoğunlaştığı görülmektedir. Miras bırakma konusunda kişilerin istekliliklerinin tasarruf üzerindeki olumlu etkisinin belirlenmesinin ardından, bu konuda çalışmamızın öneriler kısmında da ele aldığımız gibi mevcut tasarrufların ekonomi içinde etkin kullanımının sağlanmasına yönelik adımların atılması uygun olacaktır.

Yapılan çalışmalar kadınların işgücüne katılımının yüksek olduğu ekonomilerde tasarruf eğiliminin daha yüksek olduğuna dikkat çekmektedir. Bu çerçevede Türkiye ekonomisinde işsizlik oranlarında düşüş görülmesine karşın kadınların işgücüne katılım oranının 2011 yılı itibarıyla %28.8 ile düşük bir seviyede seyretmesi tasarruf eğilimi açısından önemli bir kırılma işaret etmektedir.

## **Politika Önerileri**

Türkiye ekonomisinde tasarrufların seyri ve önümüzdeki dönemde tasarrufların artırılmasına yönelik atılacak adımlarda gerek tasarruf stokunun yükseltilmesi gerekse söz konusu tasarrufların ekonomi içine aktarılacağı mekanizmaya ilişkin bütünlük bir bakış açısının geliştirilmesi yararlı olacaktır.

### **1. Vergi Teşviki**

<b>Gelir Vergisi Stopaj Oranları</b>	
Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu Faizlerinden ve alım-satım kazançları üzerinden	%10
Özel sektör tahvili faizlerinden	%10
Mevduat hesaplarına yürütülen faizlerden	%15

Türkiye’de yurtiçi tasarruflar 1988 yılından beri düşüş göstermektedir. Daha önce de belirtildiği gibi 2001 yılına kadar tasarruf oranlarında yaşanan düşüşte kamu sektörü belirleyici iken, 2001 yılından beri görülen düşüşte özel sektör belirleyici olmaktadır. Bu nedenle yurtiçi tasarrufların artırılabilmesi için özel sektör tasarruflarının artırılması önemli görünmektedir. Özel tasarrufların artırılması, sürekliliğinin sağlanması ve tasarruf davranışının kalıcı hale getirilmesi için merkezi yönetim tarafından uygulanacak politikalar önem kazanmaktadır. Son dönemde özel sektör tasarruflarının artırılabilmesi için vergi teşviki tartışılmaktadır. Teşvik kapsamında, tasarrufların değerlendirilmesi sonucu elde edilen gelir üzerinden kesilen stopajların vade uzadıkça azaltılması ya da kaldırılması söz konusudur. Bu kapsamda vade uzadıkça uygulanan stopaj oranlarının kademeli bir şekilde düşürülmesi ve 3 yıl ve daha uzun vadeli mevduatlar için sıfır vergi uygulanması söz konusu olabilecektir.

### **2. Makro Politikalar**

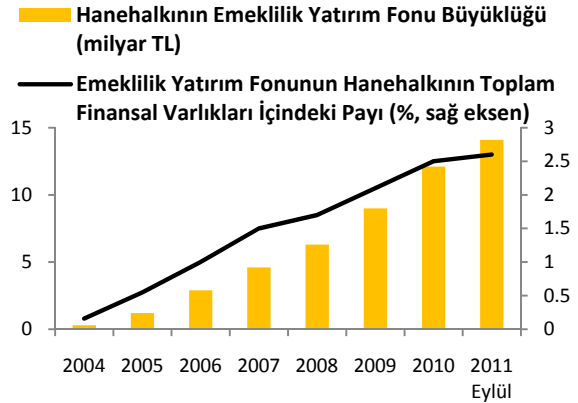
Ülkede uygulanan gerek maliye gerekse para politikalarının politika yapıcılar tarafından belirlenen öncelikler çerçevesinde uyumlu bir şekilde dizayn edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, tasarruf oranlarının artırılması ve mevcut tasarrufların ekonomi içinde daha etkin bir şekilde kullanılması için maliye ve para politikalarının ele alınması yararlı olacaktır. Son yıllarda istikrarlı bir şekilde uygulanan sıkı maliye politikaları kamu dengeleri açısından Türkiye ekonomisinin güçlü bir konuma gelmesini sağlamış ve bu durum söz konusu politika aracının tasarruf oranlarını arttırmak gibi farklı amaçlara yönlendirilebilmesi için hareket alanını arttırmıştır. 2012 – 2014 yıllarını kapsayan Orta Vadeli Program’da (OVP) tasarrufların artırılmasına yönelik bir vurgu da yer almaktadır. Program’da kamu tasarruf artışının devam edeceği yer alırken, özel tasarrufların artırılması amacıyla adımların atılacağı belirtilmiştir. Politika yapıcıların tasarruf konusunda oluşan duyarlılıklarının hızlı bir şekilde daha ayrıntılı bir yol haritası ile desteklenmesi yararlı olacaktır. Maliye politikasına ek olarak, para politikasının da tasarrufların artırılması amacına paralel olarak ele alınması da politika etkinliği açısından zorunlu görünmektedir.

### 3. Bireysel emeklilik sistemi

#### Türkiye Bireysel Emeklilik Sistemi Genel Görünümü (16 Mart 2012)

Katılımcı Adedi	2,701,654
Fon Büyüklüğü	15,731 milyon TL
Katkı Payı Tutarı	13,150 milyon TL
Yatırıma Yönelen Tutar	12,772 milyon TL
Aktif Aracı Adedi	17,969
Emeklilik Şirketi Sayısı	15
Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi	

Grafik 18



Kaynak: TCMB

Bireysel emeklilik sistemi Türkiye’de nispeten yeni uygulanmaya başlanmış bir sistemdir. Sistem bireylerin emekliliklerine yönelik gönüllü tasarruf yapmalarını öngörmektedir. Sistemde toplanan fonlar, çeşitli yatırım araçlarında değerlendirilerek, bireylerin emekliliklerindeki refah seviyesini artırmayı hedeflemektedir. Gerek kamunun sosyal güvenlik yükünün azaltılması, gerekse tasarrufların artırılarak yatırımlara kaynak sağlanması açısından ülkemizde bireysel emeklilik sistemi teşvik edilmektedir. Bireysel emeklilik sisteminin teşviki çerçevesinde yıllık asgari gelirin %10’una kadar ödenen primlere gelir vergisi indirimi uygulanmaktadır. Emeklilik Gözetim Merkezi’nin verilerine göre 2011 yılının Mart ayı itibariyle sistemin katılımcı sayısı 2.7 milyon kişi düzeyindeyken, sistem katılımcılarının %37’si 25-34 yaş arası kişilerden oluşmaktadır. Bu veriler, sahip olduğu genç nüfusla bireysel emeklilik sistemi için potansiyeli yüksek olan bir ülke olarak Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminin henüz tam olarak yaygınlaşmadığını göstermektedir. Ayrıca sistem katılımcılarının %81.36’sının üniversite mezunlarından oluştuğu görülmektedir. Bu durum bireysel emeklilik sisteminin daha eğitilmiş ve nispeten gelir grubu daha yüksek bireylere hitap ettiğini de ortaya koymaktadır. Bu nedenle sistemin yaygınlaştırılması için sistemin faydaları konusunda bireyler bilgilendirilmelidir. Ayrıca gelir vergisi indiriminin uygulandığı oranın yükseltilmesi hem sisteme yeni girişlerin olması hem de mevcut kullanıcıların sisteme sağladıkları fonun artırılması için faydalı olacaktır.

### 4. Kayıtdışı altın hesaplarının kayda alınması

Son dönemde Türkiye’de 5-6 bin ton altının yastık altında tutulduğu ve bu altınların %10’unun piyasaya çıkartılması halinde 28 milyar dolarlık bir kaynağa ulaşılabileceği tartışılmaktadır. Ekonomiye sağlayacağı ek kaynak ve tasarrufların artırılmasını sağlayacak olması nedeniyle oldukça yüksek olduğu tahmin edilen yastık altı altının kayıt altına alınması önemli görünmektedir. Bu nedenle son dönemde gerek hükümet yetkilileri gerekse düzenleyici kuruluşlar tarafından yastık altı altınların piyasaya kazandırılmasına yönelik adımlar atılmaya başlandığı görülmektedir. Son olarak TCMB, bankalarca Merkez Bankası’nda tutulması gereken TL zorunlu karşılıkların %20’sine kadar olan kısmının altın olarak tutulabilmesi için imkan sağlamıştır. TCMB’nin bu kararı altın rezervlerini artırmanın yanı sıra, bu imkandan faydalanmak isteyen bankaların altın mevduatı toplamak için yeni çalışmalar başlatması ve bankalar aracılığıyla yastık altındaki altının hesaplara geçirilmesini sağlayabilecektir. Bireylerin güvenli bir yatırım aracı olarak gördükleri altını bankalar yerine yastık altında saklamasının bir nedeninin bankalara duyulan güvensizlik olduğu söylenebilir. Bu nedenler bireylerin altın tasarruflarını bankalara çekebilmek için teşvik edici politikaların yanı sıra güven artırıcı adımların da atılması gerekmektedir. Örneğin bankaların altın mevduatını artırmak için yeni ürünler çıkarması, altın hesaplarına bir süreliğine de olsa avantaj sağlanması ve bunlara ek olarak yürürlükteki uygulamada 50 bin lira olan bankalardaki mevduat garantisinin altın hesapları için artırılması altınların bankalara yatırılmasında teşvik edici olacaktır.

## **5. Sosyal Politikalar**

Daha önce de belirtildiği gibi Türkiye’de tasarruf oranı, ekonomik ortam, gelir ve eğitim düzeyi ile yakından ilgilidir. Gelir ve eğitim düzeyi daha yüksek bireylerin daha fazla tasarruf ettiği görülürken, bağımlı nüfusun yüksek olduğu ailelerde tasarruf düzeyinin düşük olduğu belirlenmiştir. Eğitim düzeyi yüksek bireylerin, düşük olanlara kıyasla daha yüksek gelir elde edebiliyor olmalarının yanı sıra tasarruf bilinçlerinin daha yüksek olması da bu grupta tasarruf oranının yükselmesini sağlamaktadır. Bunun yanı sıra Türkiye’de 2011 verilerine göre bağımlı nüfusun toplam nüfusa oranı %48.42’dir. Hesaplanan bağımlı nüfus oranı sadece yaş bakımından (0-14 yaş arası ile 65 yaş üstü nüfus) bağımlılığı ifade ederken, 15-65 yaş arasında ancak çalışmayan kadın işgücü de bağımlı nüfus içinde yer almaktadır. Dolayısıyla çalışmayan kadın işgücü de hesaba dahil edilirse bağımlı nüfus, toplam nüfusun yarısından çoğunu oluşturacaktır. Bağımlı nüfusun yüksek olması hanehalkının tasarrufunu düşürücü yönde etki yapmaktadır. Ancak kadınların işgücüne katılımı hem bağımlı nüfusu azaltacak, hem de hanehalkının toplam gelirini yükselterek tasarrufların çoğalmasını sağlayabilecektir. Bu değişkinler göz önüne alındığında, sosyal yapının analiz edilerek gerek eğitim düzeyinin gerekse kadınların işgücüne katılımının artırılabilmesi için etkin sosyal politikaların uygulamaya konması tasarrufların ve ülke çapında tasarruf eğiliminin artırılması için önemli görünmektedir.

## **6. Kurumsal Düzenlemeler**

Türkiye ekonomisinde yapılacak bir takım kurumsal düzenlemeler tasarrufların artırılması yolunda atılacak adımlarda önemli kazanımlar sağlayacaktır. Bu kapsamda, son yıllarda yoğun bir şekilde ele alınan ve ilgili çalışmaların sürdüğü İstanbul’un finans merkezi olması projesi tasarrufların artırılmasına önemli katkılar sağlayabilecektir. Mali aracılık faaliyetlerinin küresel ölçekte İstanbul’da merkezileşmesi, yurtiçi tasarrufların artması ve etkin kullanımı açısından fayda sağlayacak olmasının yanında yurtiçi yerleşiklerin yurtdışındaki tasarruflarının ülke ekonomisine kazandırılması açısından da önemli rolü olacaktır.

Türk vatandaşlarının yurtdışı varlıklarının Türkiye ekonomisine kazandırılması açısından kamu borçlanmalarında daha yoğun tanıtım ve pazarlama çalışmalarının yürütülmesi, bu çerçevede gerekli kuruluşların hayata geçirilmesi uygun olacaktır. Bu konuda atılacak adımlar uzun vadeli finansman ihtiyacının karşılanması açısından da yararlı olacaktır.

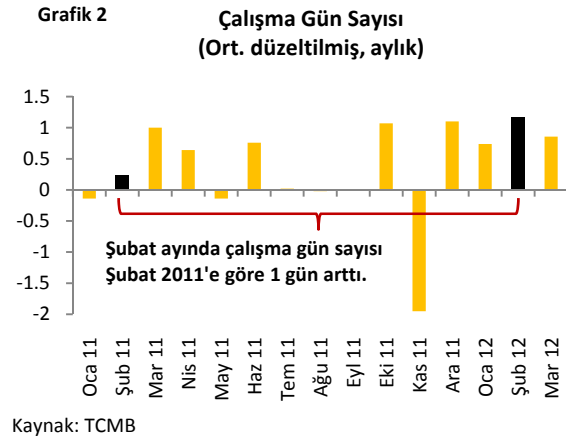
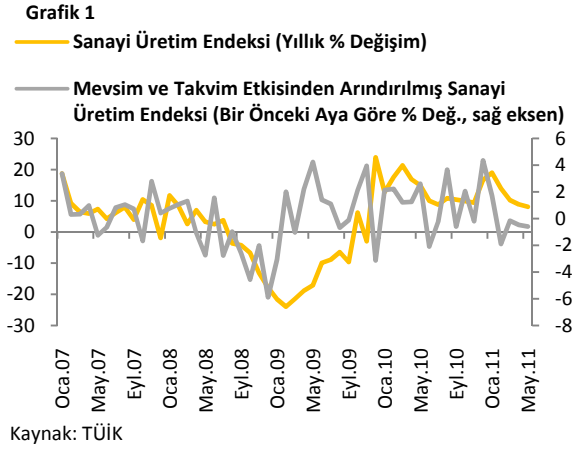
## **7. Finansal Okuryazarlık**

Finansal okuryazarlık, bireylerin finansal ürünler ve kavramlar hakkında bilgilendirilmesini veya finansal risk ve alternatifler arasında tercihte bulunabilecek farkındalığa sahip olmasını sağlayarak finansal refahını artırmayı amaçlamaktadır. Aynı zamanda finansal okuryazarlık, uzun vadeli birikim ve yatırıma dönük kararların alınmasında da önem taşımaktadır. Bireylerin tasarrufu hayatlarının sadece bir döneminde değil, geleceğe yaymaları, gelecek için tasarruf yapmanın önemini fark etmeleri, tasarruf planları yapmaları ve tasarruflarını alışkanlıklarının dışında mali ortamın gereklerine göre değerlendirebilmelerini sağlamak, finansal okuryazarlığın yaygınlaştırılmasıyla mümkün olacaktır. Bireylerin hayatlarının erken döneminde finansal okuryazarlık bilincine varması ise tüketim ve tasarruf alışkanlıklarını da değiştirebilecektir. Bu nedenle finansal okuryazarlığın artırılması, hanehalklarının tasarruf alışkanlıklarının değiştirilmesi ve tasarruflarının artırılması için de önemli görünmektedir. Finansal okuryazarlığın geliştirilmesi aynı zamanda Türkiye bankacılık sektörüne penetrasyonu arttırarak mevcut tasarrufların daha etkin kanallarla fon ihtiyacı olanlara ulaşmasına katkı sağlayacaktır.

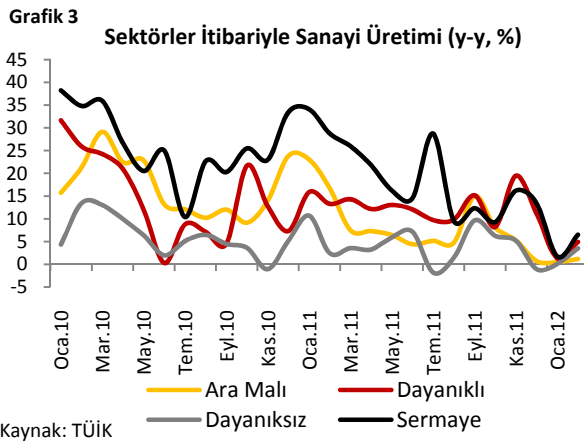
## **8. Alternatif Yatırım Araçları**

Ekonomide kişilerin farklı tercihlerini dikkate alarak geliştirilecek alternatif yatırım araçlarının artması tasarrufların da paralel olarak yükselmesine katkı sağlayacaktır. Son dönemde giderek daha yoğun bir şekilde ele alınan faizsiz getiri sağlayan yatırım araçlarının gelişimi, faize duyarlılığı olan kişilerin tasarruflarının da artması ve ekonomiye kazandırılması açısından faydalı olacaktır.

## Şubat ayında sanayi üretimi beklentilerin üzerinde yükselirken cari işlemler açığındaki toparlanma devam etti.



Sanayi üretim endeksi, 2012 yılı Şubat ayında, bir önceki yılın aynı ayına göre, %4.4 oranında artarak beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Ocak ayında yıllık bazda %1.5 oranında sınırlı bir şekilde artan sanayi üretiminin Şubat ayındaki bu performansı Mart ayı sanayi üretimi açısından olumlu bir görünüme işaret etmektedir. Öte yandan, Ocak ayında bir önceki aya göre %15 düşen sanayi üretiminin Şubat ayında %1.4 ile nispeten sınırlı bir gerileme gösterdiği dikkat çekerken, Mart ayındaki bu düşüşün geçmiş yılların Mart aylarında yaşanan harekete paralel olduğu görülmüştür. Şubat ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre çalışma gün sayısındaki 1 günlük fazlalık sanayi üretim endeksindeki artışta önemli rol oynarken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış endeksin hareketi de daha önemli hale gelmiştir. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış değişimlere bakıldığında, aylık bazda %0.7'lik bir yükseliş dikkat çekmektedir. Ocak ayındaki %3'lük daralmanın ardından mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış endekste görülen yükseliş ilk çeyrek büyümesi açısından önemli görünmektedir.



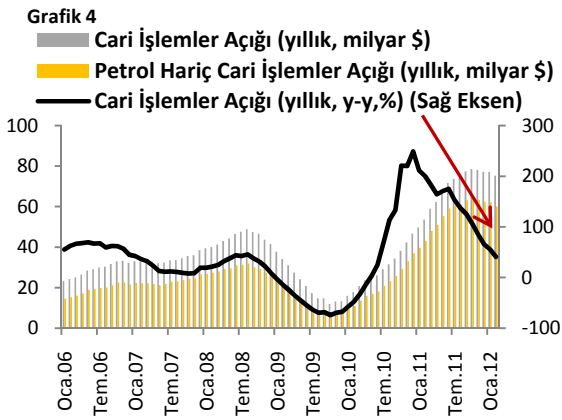
Sanayi üretimine alt gruplar itibarıyla bakıldığında, tüm gruplarda yıllık bazda yükseliş yaşandığı dikkat çekmiştir. Bir önceki ay en sert yavaşlamayı yaşayan sermaye malı imalatının yıllık artış hızının Şubat ayında %6.5 seviyesine yükseldiği görülmüştür. Sermaye malı imalatının ardından yıllık bazda en sert yükselişin %4.9 ile dayanıklı tüketim malı imalatında görülmesine karşın, bu grubun 2011 yılında ortalama %12.7 büyüdüğü dikkate alındığında, ilk çeyrek itibarıyla sınırlı performansın sürdüğü söylenebilir. Diğer yandan dayanıksız tüketim malı imalatının yıllık artış hızının ise 2011 yılının Aralık ayında küçülmesinin ardından, 2012 yılının Ocak ayında yükselişe geçtiği ve

Şubat ayında da bu yükselişini sürdürdüğü dikkat çekmektedir. Mal grupları arasında son dönemde en yatay hareketin ise ara malı imalatında yaşandığı izlenirken, bu performansın ilk çeyrek büyüme rakamları açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

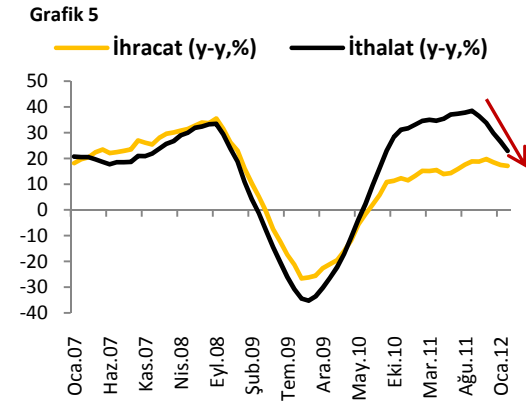
Ocak ayındaki sert düşüşün ardından Şubat ayı rakamları sanayi sektöründeki yavaşlamanın daha sınırlı olduğunu göstermektedir. Yıllık değişim beklentilerin üzerinde gelirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış göstergelerdeki yükseliş, büyümenin öncül verisi olan sanayi sektöründeki yavaşlamanın ivme kaybettiğini göstermektedir. Şubat ayında ihracatın görece olumlu performansını sürdürmesi sanayi sektörü

açısından en önemli lokomotif olarak karşımıza çıkmaktadır. Açıklanan Ocak-Şubat sanayi üretimi rakamları yılın ilk çeyreğinde büyümenin yavaşladığını göstermektedir. İlk çeyreğin son verisi olan Mart ayına ilişkin görünüm ise önemli hale gelmiştir. Çalışma gün sayısında Şubat ayına göre oluşan 1 günlük fazlalık aylık bazda sanayi üretimi açısından önemli olacakken, yıllık bazda ise çalışma gün sayısında bir gerileme dikkat çekmektedir. Diğer yandan kapasite kullanım oranı rakamlarının Mart ayında Şubat ayına göre gerek arındırılmamış gerekse mevsim etkilerinden arındırılmış olarak yükseldiği görülmektedir. Arındırılmış kapasite kullanım oranının 2011 yılının Eylül ayından sonra ilk kez bir önceki aya göre yükseliş göstermesi olumlu bir gelişme olarak göze çarpmaktadır. Sanayi üretimi açısından önemle takip edilen otomobil üretimi de aylık bazda yükseliş göstermiştir. Ekonomik aktiviteye ilişkin veriler iç talepteki yavaşlamanın görünür hale geldiğini göstermekle birlikte cari işlemler açığındaki toparlanmanın da belirginleştiği dikkat çekmektedir. Bu kapsamda açıklanan son Şubat ayı cari işlemler açığına ilişkin gelişmeler bundan sonraki bölümde ele alınmıştır.

### Şubat ayı verisi cari işlemler açığındaki toparlanmanın belirginleştiğini gösterdi.

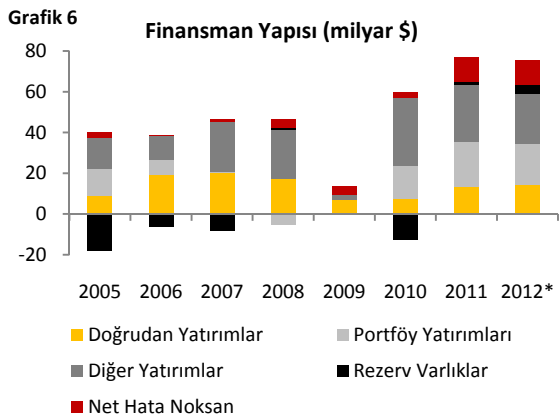


Kaynak: TCMB



Kaynak: TÜİK

Merkez Bankası tarafından açıklanan verilere göre 2012 yılı Şubat ayında cari işlemler açığı, 4.2 milyar dolar ile beklentilerimize yakın gerçekleşmiştir. 2011 yılı Temmuz ayından bu yana düşüş trendinde olan 12 aylık kümülatif cari işlemler açığının artış hızı Şubat ayında da yavaşlamaya devam etmiş ve Ocak ayındaki %55.3 seviyesinden %40.5'e gerilemiştir. Böylece Ocak ayında 77.1 milyar dolar olan kümülatif cari işlemler açığı Şubat ayında 75.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Ocak-Şubat dönemi itibariyle ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %15.9 gerileyen açıkta, yavaşlama daha belirgin hale gelmiştir. 2012 yılının ilk çeyreği itibariyle iç talepte görülen yavaşlamanın söz konusu harekette temel belirleyici olduğu söylenebilir. İthalatın yıllık artış hızı %22.9 seviyelerine dek gerileyerek 2011 yılının Ekim ayından beri aşağı yönlü bir trend sergilerken, döviz kuru hareketlerinin de desteği ile ihracat performansının görece sınırlı bir düşüş yaşadığı görülmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında Şubat ayında iç ve dış talepteki dengelenmenin devam ettiği dikkat çekerken, ihracat performansının seyri önümüzdeki dönem açısından da önemli olmaya devam edecektir. Petrol hariç cari işlemler açığının da hem düzeyinin hem yıllık artış hızının gerilediği dikkat çekmektedir.



Kaynak: TCMB

\*Son 12 aylık toplam

Şubat ayında finans hesabı gelişmelerine bakıldığında 12 aylık toplamda, net sermaye girişlerinin gerilemeye devam ettiği dikkat çekmektedir. 2011 yılı Kasım ayından bu yana yükseliş trendinde olan kümülatif doğrudan yatırımların bir miktar yavaşladığı göze çarpmaktadır. Şubat ayı itibariyle söz konusu giriş 14.3 milyar dolar seviyesinde olmuştur. Portföy yatırımlarında ise Şubat ayında yabancı yatırımcılar 266 milyon dolarlık hisse senedi alımı

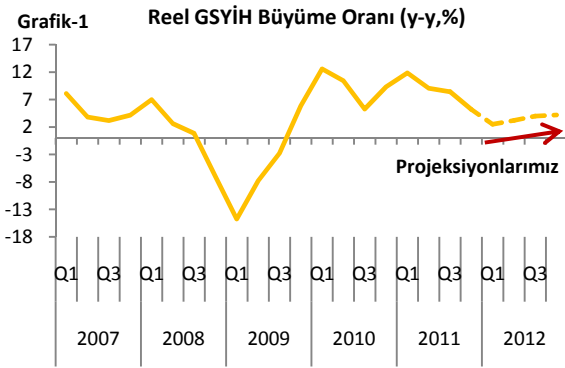


gerçekleştirirken, DİBS piyasasında net olarak 826 milyon dolar çıkış yapmışlardır. Kamu kesimi ve bankalar ise yurtdışı piyasalarda 1.5 milyar dolarlık ihraç yapmışlardır. Diğer yatırımlarda ise bankacılık ve reel sektörün yurtdışı piyasalarda nete sınırlı düzeyde borçlanma gerçekleştirdikleri görülmektedir. Şubat ayında, 12 aylık toplamda net hata noksan kaleminde ise bir önceki yılın aynı ayına göre %213 artış gerçekleşmiş olması dikkat çekmektedir. Kaynağı belli olmayan döviz girişlerini ifade eden net hata noksan kalemi, Şubat ayında, 12 aylık toplamda cari işlemler hesabının %16'lık kısmını finanse etmiştir.

Sonuç olarak, Şubat ayı verisi ile kümülatif cari işlemler açığı en belirgin düzelmesini sergilemiştir. Ocak ayında 77.1 milyar seviyesinde gerçekleşen kümülatif cari işlemler açığı Şubat ayında 1.8 milyar dolar düşmüştür. Yılın ilk iki ayı itibarıyla gerek yurtiçi tüketimdeki yavaşlama gerekse ihracatın güçlü performansını devam ettirmesi cari işlemler açığının düşüşünü sürdürmesindeki başlıca etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır.

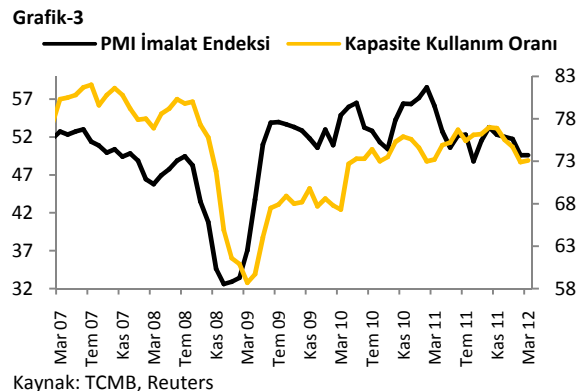
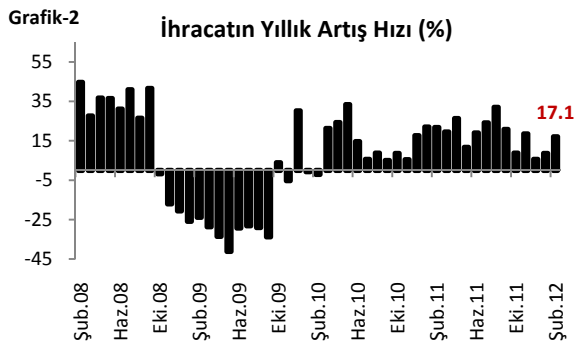
## Revizyon: 2012 Makro Ekonomik Beklentilerimiz

### 1- Büyüme



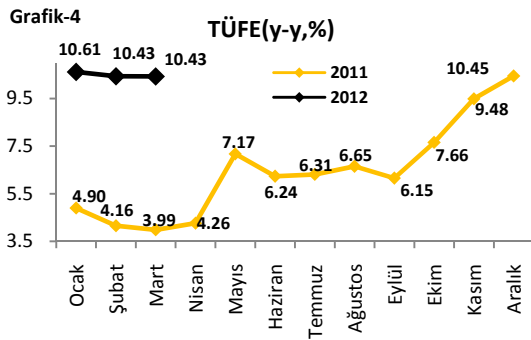
2011 yılının ilk üç çeyreğinde güçlü bir büyüme performansı sergileyen Türkiye ekonomisi, yılın son çeyreğinde beklentilere paralel hafif bir yavaşlamayla %5.2 oranında büyüyerek 2011 yılının tamamında %8.5'lik bir büyüme kaydetmiş ve 2010 yılındaki güçlü performansını devam ettirmiştir.

Avrupa ülkelerindeki yüksek kamu açıklarını ortadan kaldırmak amacıyla uygulanan daraltıcı maliye politikalarının yanı sıra Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) genişletici para politikasını sürdürerek likidite koşullarını uzun vadeli varlık alım programıyla da (LTRO-Long Term Refinancing Operations) desteklemesine karşın ekonomik dengesizliklerin hala devam ettiği görülmektedir. Avrupa Birliği (AB) üye ülkeleri arasında Yunanistan ve Portekiz'in aksine ekonomik açıdan daha olumlu bir görünüm sergileyen İtalya ve İspanya'da da son dönemde borçlanma maliyetlerinde görülen sert artışlar uygulanan söz konusu politikaların yeterliliği konusundaki kuşkuvarı desteklemektedir. Öte yandan ABD'de 2012 yılının ilk aylarında yayımlanan istihdam ve ekonomik aktiviteye ilişkin verilerin beklenenden olumlu olmasına karşın, bu görünümün devam edip etmeyeceği konusunda çok da kesin öngörüler açıklanamadığı gözlenmektedir.



ABD ekonomisinde mevcut olumlu hava, Türkiye’de dış talebi destekleyebilecek bir çerçeve ortaya koyarken 2012 yılı büyüme rakamları açısından hafif yukarı yönlü bir etkiye işaret etmektedir. Yılın ilk iki ayında açıklanan sanayi üretim endeksinin beklenenden olumlu bir görünüme sahip olması ve büyümenin diğer öncül göstergelerinden olan PMI verilerinin ılımlı seyri Türkiye ekonomisinin 2012 yılında pozitif, fakat, 2011 yılındaki %8.5’lik büyüme oranından daha yavaş bir büyüme oranı yakalayabileceğine işaret etmektedir. Sanayi üretimi, kapasite kullanımı ve PMI imalat endeksi verilerindeki ılımlı havanın yanı sıra ihracatta özellikle Şubat ayında görülen aylık bazda %13.5, yıllık bazda ise %17.06 oranındaki güçlü artışın ilk çeyrek büyüme rakamları açısından olumlu bir görünüm sergilediği görülmektedir. Bu kapsamda, şu ana kadar yayımlanan ilk çeyreğe ilişkin öncül büyüme göstergelerinin de etkisiyle 2012 yılsonu için %2.5 olan **GSYİH büyüme oranı beklentimizi %3.5’e revize ediyoruz.**

## 2- Enflasyon

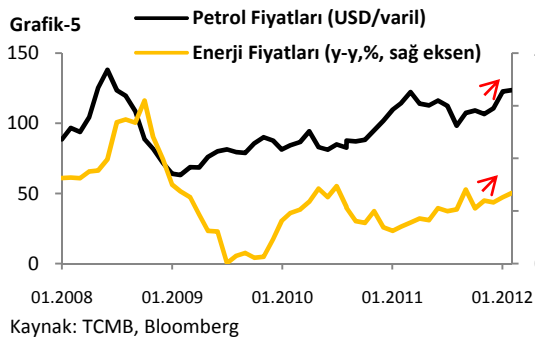


Kaynak: TCMB

2011 yılının son çeyreğinde, yeni fiyat düzenlemelerinin yanı sıra TL’de görülen değer kayıplarının enflasyon üzerindeki etkileri ve gıda fiyatlarının olumsuz mevsimsel koşullara bağlı olarak genel trendinin üzerinde bir yükseliş göstermesi enflasyonun 2011 yılını %10.45 ile enflasyon hedefinin oldukça üzerinde tamamlamasında etkili olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde de enflasyonun çift haneli seyrini devam ettirdiği görülmüştür. Özellikle geçen yıldan gelen güçlü baz etkisinin yılın ilk çeyreğinde enflasyonu olumsuz etkileyeceği beklenmesine karşın, kontrol edilemeyen

diğer gelişmeler de enflasyon görünümü açısından olumsuz bir tablo ortaya koymuştur. Enflasyonun yılın ilk çeyreğindeki seyri ve bu seyrin önümüzdeki döneme de yansımaları ihtimali %6.6 olan yıl sonu enflasyon beklentimiz üzerindeki yukarı yönlü risklerin artmasına neden olmuştur. Söz konusu riskleri aşağıdaki maddeler altında inceleyebiliriz.

### i. Petrol Fiyatlarının Yukarı Yönlü Hareketi:



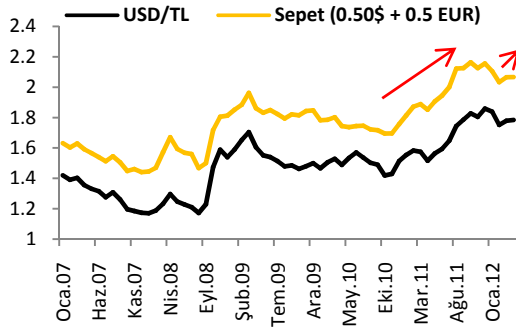
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Petrol fiyatları yıl başından itibaren Mart ayına kadar %17.5 oranında yükselmesinin ardından bir düzeltme yaşamasına karşın 17 Nisan itibariyle %10.2 değer kazanmış görünmektedir. Petrol fiyatlarının söz konusu hareketi yurtiçinde maliyet fiyatlarını olduğu kadar tüketici fiyatlarını da yukarı yönlü etkilemiştir. Özellikle benzin fiyatlarında yaşanan yükselişlerle ulaştırma enflasyonu bir önceki yılın Aralık ayından bu yana %3.57 yükselerek en sert artış yaşayan ana harcama grubu olmuştur. Enerji enflasyonunun yıllık artış hızı da Mart

ay itibariyle %13.39 ile 2011 yılının Ekim ayından sonraki en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketlerin yavaşladığı görülmesine karşın, arz yönlü faktörler petrol fiyatları açısından risk oluşturmaya devam etmektedir. Petrol fiyatlarında yaşanan hareketlerin enflasyona yansımada kurdaki hareketler de önemli olmaktadır. Bu nedenle petrol fiyatlarının hareketinin yanı sıra kurdaki hareketlerin de takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Petrol fiyatları artmasına karşın, TL’nin değer kazanması durumunda enerji grubunda enflasyonist baskıların hafiflemesi mümkün olabilecektir. Diğer yandan petrol fiyatlarında yaşanan yükselişler üretim maliyetlerini artırdığından diğer harcama grubu fiyatları üzerinde de etkili olabilecektir.

## ii. Döviz Kuru Hareketlerinin Gecikmeli Etkileri:

Grafik-6



Kaynak: TCMB, Bloomberg

olabilecektir.

2011 yılının Temmuz ayından itibaren döviz kurunda görülen yukarı yönlü hareketler Şubat ayından sonra bozulmuştur. Ancak Mart ayında döviz kurunun yeniden yukarı yönlü hareket ettiği dikkat çekmektedir. TCMB miktar yöntemiyle düzenlediği ihaleleri Mart ayının son haftasından itibaren azaltarak döviz kurunda görülen söz konusu hareketlerin önüne geçmeye çalışmıştır. Döviz kurundaki yukarı yönlü hareketlerin gecikmeli etkilerinin enflasyon üzerinde yükseliş baskısı oluşturduğu görülürken, son dönemde yaşanan yukarı yönlü hareketlerin devam etmesi durumunda, enflasyona geçişkenlik etkisinin artması mümkün

## iii. Yeni Fiyat Düzenlemeleri:

	Enflasyon Sepeti içindeki Payı (%)	Zam Oranı (%)	Nisan Ayı Enflasyonuna Katkı (puan)
Elektrik	3.1142	9.26	0.29
Doğalgaz	1.3213	18.72	0.25
<b>Toplam</b>	<b>4.4355</b>	-	<b>0.54</b>

Kaynak: TÜİK, VakıfBank

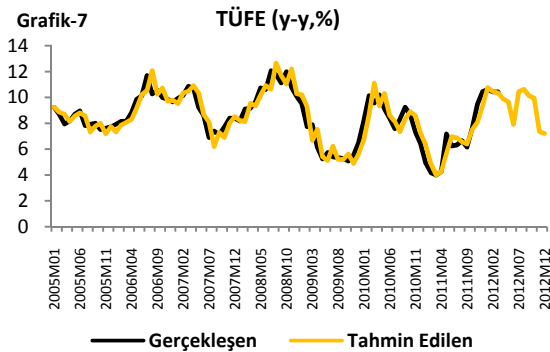
Elektrik ve doğalgaz fiyatlarına 1 Nisan'dan geçerli olmak üzere sırasıyla %9.26 ve %18.72 oranında zam yapılmıştır. Söz konusu artışların enflasyon üzerindeki etkilerini belirlemek amacıyla bu grupların tüketim sepeti içindeki payları incelenmiştir. Bu grupların enflasyon sepeti içinde toplamda %4.4 ağırlığa sahip olduğu dikkat çekerken, bu rakamlardan hareketle elektrik ve doğalgaza yapılan zamların nihai olarak Nisan ayı enflasyonuna 0.54 puan ek katkı yapması

mümkün görünmektedir. Yeni fiyat düzenlemeleri, elektrik ve doğalgazın girdi olarak kullanıldığı diğer harcama gruplarında da dolaylı bir etki yapacaktır.

## iv. Gıda Fiyatlarının Hareketi:

Enflasyon sepetinde en yüksek ağırlığa sahip gıda ve alkolsüz içecekler grubunun yıllık bazda 2011 yılının Aralık ayından beri çift haneli bir seyir izlediği dikkat çekmektedir. Geçen yıldan gelen baz etkisi ile yılın ilk çeyreğinde gıda grubunda enflasyonist baskıların hızlanması beklenmesine karşın, olumsuz mevsimsel koşullar gıda fiyatları üzerinde beklentilerin ötesinde bir bozulmanın yaşanmasına neden olmuştur. Gıda fiyatları 2011 yılının sonundan beri %2.9 oranında artış yaşamıştır. Gıda fiyatlarının bu hareketinde söz konusu pazardaki araçların da rol oynadığı söylenebilir. ÜFE'nin altında yer alan tarım grubu fiyatlarını incelediğimizde, aynı süreçte tarım grubu fiyatları %1.6 ile görece daha sınırlı artmıştır. Önümüzdeki dönemde gıda fiyatlarının hareketinin genel trendinin üzerinde kalmaya devam etmesi manşet enflasyon açısından risk oluşturabilecektir.

Grafik-7

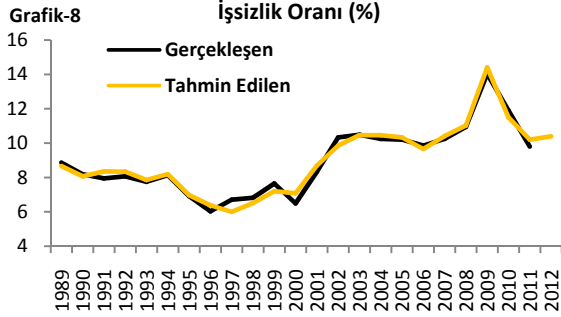


Kaynak: TÜİK, VakıfBank

Yaşanan son enflasyon gelişmeleri paralelinde enflasyon modelimiz yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyondaki hareketlerin belirgin şekilde yavaşlayacağına ve enflasyonun bu hareketini yaz aylarında da devam ettireceğine 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. Bu

değerlendirmeler ışığında, **2012 yıl sonuna ilişkin enflasyon beklentimiz TCMB'nin %5.0 olan enflasyon hedefinin üzerinde %7.2 seviyesine işaret etmektedir.**

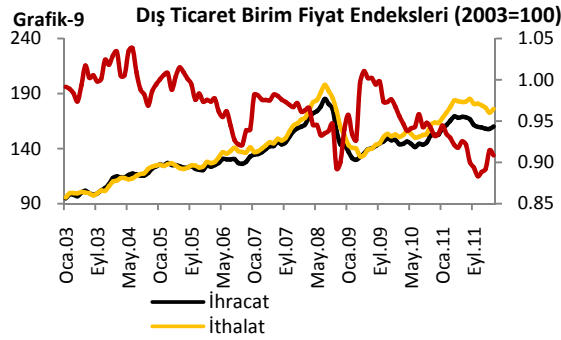
### 3- İşsizlik Oranı



Kaynak: TÜİK, VakıfBank

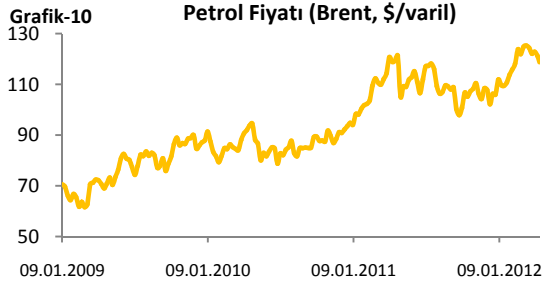
Türkiye ekonomisi 2011 yılında güçlü bir büyüme performansı sergilemiş, ekonomide görülen bu olumlu seyir istihdam piyasasına da olumlu yansımıştır. Böylece 2011 yılında istihdam oranı 2005 yılından beri görülen en yüksek seviye olan %45'e yükselmiş, işsizlik oranı ise işgücü piyasasındaki yapısal kırılanlıklara rağmen kriz öncesi seviyenin bile altına gerileyerek %9.8 seviyesine inmiştir. Yüksek büyüme hızının yakalandığı 2011 yılının ardından 2012 yılında, olumsuz yurtdışı görünümün de etkisiyle daha sınırlı bir büyüme performansı yakalanacağını, başka bir ifade ile Türkiye ekonomisinin yumuşak inişe geçeceğini daha önce belirtmiştik. Revize edilmemiş beklentilerimiz dahilinde 2012 yılında büyüme oranının %2.5, işsizlik oranının ise %10.7 olarak gerçekleşmesini bekliyorduk. Yılın ilk 3 ayında açıklanan öncül veriler ışığında bu beklentilerimizde revizyona gidiyoruz. Son açıklanan veriler ışığında 2012 yılında Türkiye ekonomisinin %3.5 oranında büyüyeceğini öngörürken, büyümedeki ılımlı yavaşlamaya paralel **işsizlik oranı beklentimizi de %10.7'den %10.4'e revize ediyoruz.** Son açıklanan Ocak ayı istihdam verilerine göre, işsizlik oranı Aralık ayındaki %9.8 seviyesinden %10.2 seviyesine yükselmiştir. Ancak, mevsimsel etkilerden arındırılmış işsizlik oranının on yıldan uzun bir süredir ilk defa %9'un altına inerek %8.9 seviyesinde gerçekleşmiş olması, istihdam piyasası açısından olumlu bir görünüm çizerken 2012 yılına ilişkin beklentimizi de desteklemektedir.

### 4- Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi



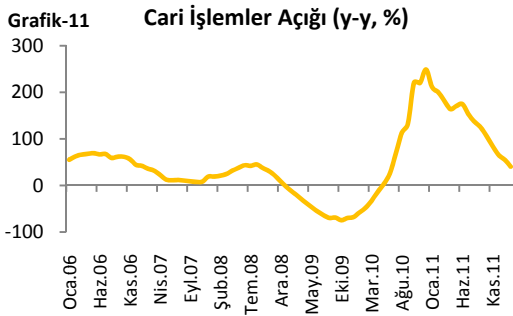
Kaynak: TCMB

İhracatın güçlü performansını devam ettirmesi ve ithalatın önemli ölçüde ivme kaybetmesi dış ticaret açığında bir toparlanmayı da beraberinde getirmektedir. 2011 yılında 105.9 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen dış ticaret açığı Şubat ayı sonu itibarıyla 12 aylık kümülatif olarak 104 milyar dolara gerilemiştir. Kümülatif dış ticaret açığının yıllık artış hızı da %31.5 seviyesine kadar düşmüştür. İhrac edilen malların fiyatlarının ithal edilen mal fiyatlarına oranı olarak ifade edilen dış ticaret haddi dış ticaret açığının seyri açısından önemli ipuçları vermektedir. Ekim ayından itibaren dış ticaret haddindeki yükselişin dış ticaret dengesine olumlu yansıdığı görülmektedir. Ancak TL'nin yeniden değer kazanmaya başlaması Şubat ayında dış ticaret haddinde bir düşüşe yol açmış görünmektedir. 2012 yılının geri kalan bölümünde TL'de önemli bir değer kaybının görülmemesi durumunda büyüme beklentilerimize de paralel olarak dış ticaret açığının 93 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesi mümkün görünmektedir.



Kaynak: Bloomberg

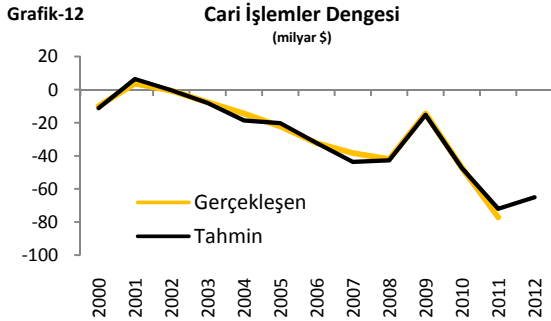
Önümüzdeki aylarda da dış ticaret dengesi üzerinde etkisini görmemizin mümkün olduğu petrol fiyatları artışı 2012 yılında dış ticaret açığı beklentilerimizde yaptığımız yukarı yönlü revizyonda önemli rol oynamaktadır.



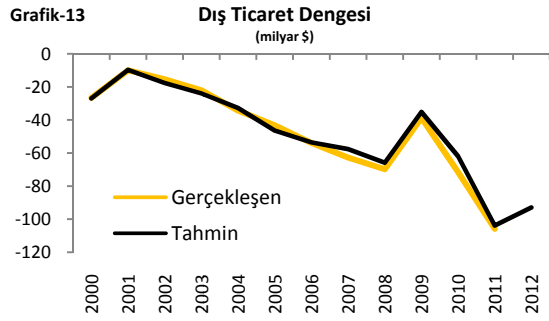
Kaynak: TCMB

Son dönemde petrol fiyatlarının seyri de dış ticaret açığı açısından daha fazla dikkat çeker hale gelmiştir. 2011 yılını 106 dolar/varil seviyesinden kapatan Brent ham petrol 2012 yılı Mart ayının ortalarında yılbaşına göre %18'lik artışla 125 doların üzerine çıkmıştır. Petrol arzına ilişkin endişeler fiyat artışında başrolü oynarken son günlerde özellikle Çin ve Euro Bölgesi kaynaklı olmak üzere küresel büyümeye ilişkin artan endişeler petrol fiyatlarının bir miktar gevşemesine neden olsa da yüksek seyir devam etmektedir.

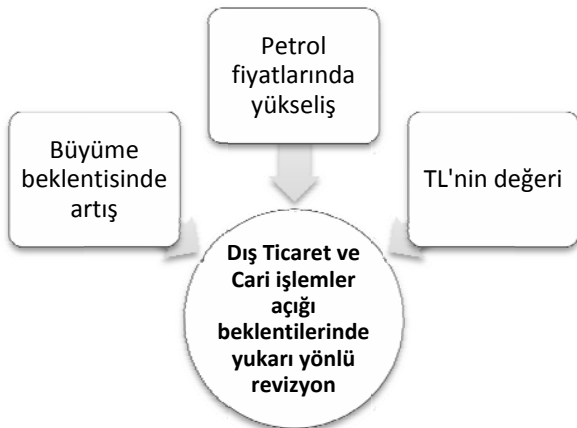
Dış ticaret açığındaki toparlanmaya paralel olarak cari işlemler açığı da düzelme trendine girmiştir. 2011 yılını 77.1 milyar dolar seviyesinden sonlandıran cari işlemler açığı özellikle Şubat ayındaki toparlanma ile 12 aylık toplamda 75.3 milyar dolara gerilemiştir. Kümülatif cari işlemler açığının yıllık artış hızı ise %40.5'e kadar düşmüştür. Dış ticaret hacminde beklentilerimiz dahilinde bir gerçekleşme olması durumunda 2012 yılında cari işlemler açığının 65 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesi mümkün görünüyor.



Kaynak: TCMB, Vakıfbank

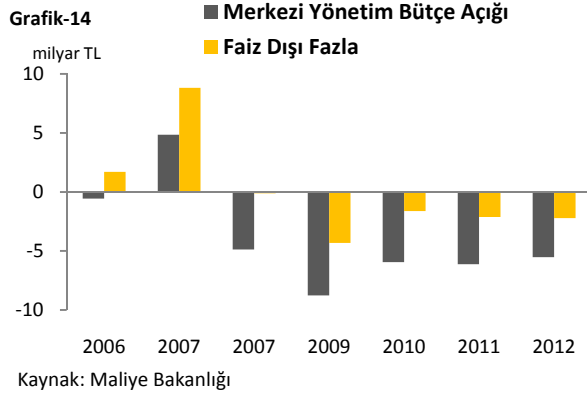


Kaynak: TCMB, Vakıfbank



Sonuç olarak, **2012 yılında dış ticaret açığının 93 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.** Dış ticaret açığında yukarı yönlü yaptığımız revizyonda büyümedeki yavaşlamanın bir miktar daha sınırlı olma olasılığı, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve TL'nin değer kazanması belirleyici rol oynamıştır. Dış ticaret açığında yaptığımız revizyonun yansımaları olarak **2012 yılı cari işlemler açığı beklentimizi ise 65 milyar dolar seviyesine yükseltiyoruz.**

## 2012 yılında bütçe açığı planlananın bir miktar üzerinde gerçekleşebilecektir...



Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi			
Dönem	I. çeyrek (milyon TL)	Yıllık Toplam (milyon TL)	I. çeyrek / Yıllık Toplam (%)
2006	-1,050	-4,643	22.61
2007	-3,332	-13,708	24.31
2008	-4,374	-17,432	25.09
2009	-19,127	-52,761	36.25
2010	-11,341	-40,081	28.29
2011	-4,124	-17,439	23.65
2012	-6,431	-21,104*	30.48

Kaynak: Maliye Bakanlığı  
\*2012 yılı bütçe öngörüsü

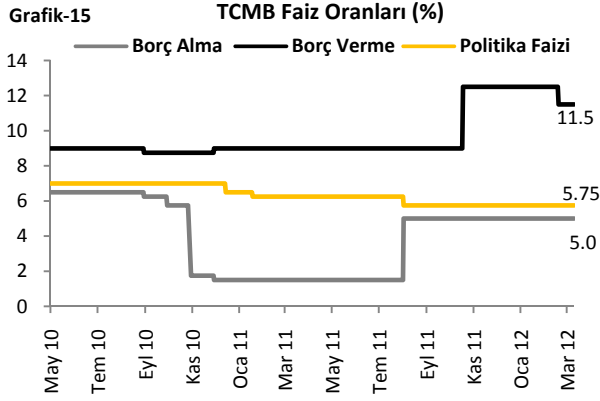
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi 2012 yılının ilk çeyreği itibariyle 6.4 milyar TL açık vermiştir. Bütçe açığının 2006 – 2011 yıllarındaki ilk çeyrek sonuçları ile yıl sonu toplam bütçe dengesi gerçekleştirmeleri incelendiğinde, yıllar itibariyle ilk çeyrekte oluşan toplam bütçe açığının yıllık bütçe açığı toplamı içindeki payının %36.25 oranı ile en yüksek seviyesine 2009 yılında ulaştığı dikkat çekmektedir. Küresel krizin etkilerini azaltmak amacıyla alınan mali tedbirlerle kamu harcamalarının önemli ölçüde artırıldığı 2009 yılı dışarıda tutulduğunda ise söz konusu oranın ortalama %24.8 seviyesinde olduğu görülmektedir. 2012 yılı ilk çeyrek bütçe gerçekleştirmeleri ve 2012 yılı için belirlenen bütçe rakamları ise, yılın ilk üç ayında 2012 yılı için bütçe açığı öngörüsünün %30.5'ine ulaşıldığını ortaya koymaktadır. 2012 yılında Hazine borçlanma gereğinin azalmasına rağmen borçlanma maliyetlerinin nispi olarak artmış olması bu durumun temel nedeni olarak görülmektedir. Halen Merkez Bankası'nın para politikasını belirlerken öncelikli olarak enflasyonist baskıları göz önünde bulundurduğu dikkate alındığında, borçlanma maliyetlerinin 2010 ve 2011 yıllarına göre daha yüksek seviyelerde kalmaya devam etmesi halinde, 2012 yılı bütçe açığının öngörülenin bir miktar üzerinde olması beklenebilir.

Çalışmamızın ilk bölümünde ele aldığımız büyüme görünümü, Türkiye ekonomisinin 2012 yılında 2010 ve 2011 yıllarına göre daha yavaş bir büyüme temposu ile karşı karşıya olduğunu yansıtmaktadır. Bu ortamda hükümet tarafından, 2009 yılında alınan mali önlemlerden daha kapsamlı bir yatırım teşvik paketi ve yurt içi tasarrufların artırılmasını amaçlayan tasarruf teşvik önlemleri açıklanmıştır. Yurtiçi yatırımlara, ihracata dayalı sektörlerle ve çeşitli tasarruf enstrümanlarına vergi istisna ve indirimlerinin tanındığı söz konusu teşvik paketi ve önlemlerin bütçe açığı üzerinde kısa vadede önemli bir etkisi olması beklenmemekle birlikte, bu etkinin yıl sonuna doğru görülmeye başlanması olasıdır. Öte yandan, yılın ilk çeyreğinde petrol fiyatlarında görülen yükselişin sürmesi olasılığı enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaya devam edebilecektir. Büyüme üzerindeki aşağı yönlü risklerin yanısıra bu durumun, emtia maliyetlerindeki yükselişin vergi oranlarına yansıtılabilme imkanını azaltabileceği ve böylece kamu harcamalarındaki olası bir artışa karşılık kamu gelirlerinin vergi düzenlemeleri yoluyla artırılabilme imkanının sınırlı olabileceği düşünülmektedir. Ancak, 2B arazilerinin satışı gibi diğer gelir artırıcı unsurların bütçe açığı üzerindeki olası dengeleyici etkileri de dikkate alınmalıdır.

## Merkez Bankası'nın politika faizini değiştirmeyeceğini düşünüyoruz...

Ekim 2011'den itibaren enflasyonist baskıların artma eğilimi karşısında TL likiditesini daraltıcı bir para politikası izleyen TCMB'nin enflasyonist baskıları önleme konusundaki kararlılığı son dönemde çok daha belirgin hale gelmiştir. Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda enflasyon vurgusunu artıran TCMB 2012 yıl sonu için öngördüğü %6.5'lik enflasyon hedefinin tutturulacağı konusunda daha önceki dönemlerden farklı olarak kesin ve net bir taahhütte bulunmaktadır. Yılsonu enflasyon beklentisini değiştirmeyeceğinin altını çizen TCMB, enflasyonist baskılar arttığı takdirde gerekirse para politikası duruşunu değiştirebileceğini belirtmektedir. "Duruma bağlı bir para politikası" izlediğini bildiren ve küresel ekonomi ve finans sistemindeki gelişmeler karşısında dikkatli ve

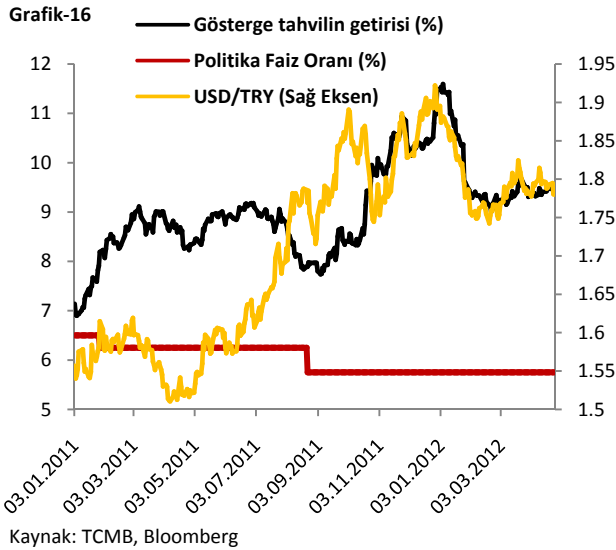
temkinli bir duruş sergileyen TCMB'nin esnek para politikası çerçevesini önümüzdeki dönemde de benimseyeceği görülmektedir. TCMB'nin enflasyon ve sıkı para politikası duruşu, 2012 makro ekonomik beklentilerimize ilişkin ortaya koyduğumuz genel çerçeve ile uyumlu bir görünüm arz etmektedir.



Kaynak: TCMB

göre, **TCMB politika faizine ilişkin yılsonu beklentimiz %5.75 seviyesindedir.** Nisan ayında yayımlanan 2012 yılına ait ikinci Enflasyon Raporu'nda faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların mevcut seviyelerinden memnun olduğunu belirten TCMB'nin, piyasa dinamiklerini gerektiğinde TL likiditesini sıkılaştıracak şekilde etkilemek üzere, söz konusu oranlarda dönemsel değişiklikler yapması ihtimalini ise dışlamıyoruz. 2012 yılı için %14 seviyesinde bir kredi genişlemesi öngören TCMB'nin, küresel sermaye akımlarındaki oynaklığa ve küresel finans piyasalarındaki kırılganlıkların devam ettiğine dikkat çekmesi zorunlu karşılıklara dair düzenlemelerin gündeme gelebilme ihtimalinin değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir.

**Gösterge Hazine tahvilinin bileşik getirisi 2012 yılının ilk çeyreğinde ortalama %9.8 seviyesinde seyretmiştir.**



Kaynak: TCMB, Bloomberg

2012 yılının Ocak ayı içinde %11.5 seviyelerinin üzerine yükselen 2 yıllık gösterge Hazine tahvilinin bileşik getirisi ilk çeyrekte ortalama %9.8 seviyelerinde seyretmiştir. Ocak ayının sonuna doğru çift haneli rakamlardan yeniden geri çekilen bileşik getiri Şubat ve Mart aylarında %9.1 ile %9.7 bandında hareket etmiştir. Gösterge tahvil getirisinin dalgalı seyrinde, Avrupa'ya ilişkin belirsizliğin alınan yeni önlemler ile ilk etapta hafiflemesi fakat sonrasında söz konusu önlemlere güvenin azalmaya başlaması ile yeniden şiddetlenmesi, döviz kurunda zaman zaman görülen yukarı yönlü baskılar, kısa vadeli enflasyon görünümüne ilişkin kırılganlıklar ve TCMB'nin izlediği esnek para politikası etkili olmuştur. Diğer yandan Türkiye'nin diğer gelişmiş

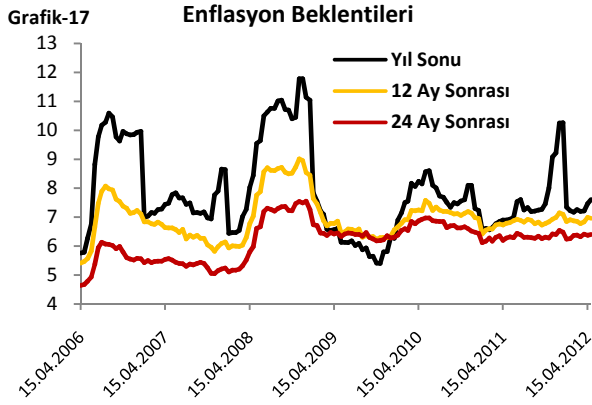
ve gelişmekte olan ülkelerden ayrılan şekilde olumlu performans sergileyen borç ve bütçe dinamikleri tahvil-bono piyasasını desteklerken, yavaşlamanın daha belirgin hale geldiği cari işlemler açığının kur ve tahvil getirileri üzerinde baskısının da bir miktar hafiflediği söylenebilir.



## 2012 yılının geri kalanında gösterge tahvil bileşik getirisi nasıl bir seyir izleyebilir?

Yılın ilk çeyreğinde yaşanan gelişmelerin yanı sıra gösterge tahvil getirisinin seyri değerlendirildiğinde, %8.85 seviyesinde bulunan 2012 yıl sonu gösterge tahvil getirisine ilişkin beklentimiz üzerinde yukarı yönlü risklerin arttığı da söylenebilir. Bu çerçevede yılın geri kalanında gösterge tahvil getirisinin seyrinde etkili olabilecek faktörleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- **Son dönemdeki enflasyonist gelişmeler:**



Kaynak: TCMB

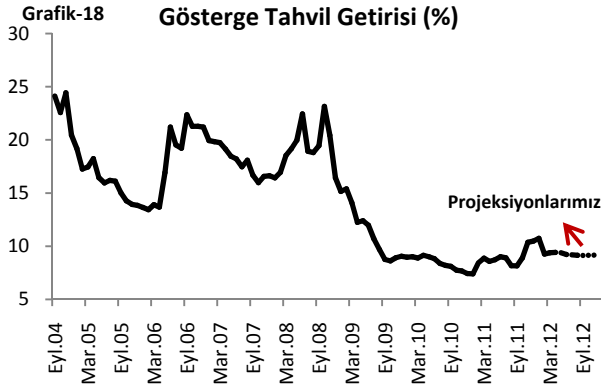
Ekonomiye ilişkin öngörülerimiz büyümedeki yavaşlamanın daha ılımlı olacağına ve enflasyonist baskıların bir miktar güçlendiğine işaret etmektedir. Geçtiğimiz yılın ikinci yarısında kurlarda görülen yukarı yönlü hareketlerin enflasyona gecikmeli geçişkenlik etkilerinin yanı sıra arz yönlü kaygılar ile petrol fiyatlarında yaşanan yukarı yönlü hareketler, enflasyon görünümü açısından olumsuz bir tablo çizmiştir. Ayrıca Nisan ayında elektrik ve doğalgaz fiyatlarına yapılan zamların enflasyona doğrudan ve dolaylı etkileri enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskıların artmasına neden olurken, gıda fiyatlarının genel trendinin üzerinde hareketi de riskleri artırmıştır. Söz konusu gelişmeler yıl sonu enflasyon beklentilerinde de bozulmaya neden olarak tahvil-bono piyasasında satış baskısı oluşturmuştur. Enflasyon görünümünün bozulmaya devam etmesi önümüzdeki dönemde de tahvil-bono piyasasının seyrinde etkili olabilecektir.

- **TCMB'nin Para Politikası:**

TCMB farklı para politikası araçlarını birlikte kullanarak 2011 yılının son çeyreğinden itibaren piyasa faizlerini yukarı yönlü etkileme yoluna gitmiştir. Faiz koridorunu aktif şekilde kullanan TCMB, miktar yöntemi ile ihaleler düzenleyerek gün içi likidite ayarlaması yapmaya da devam etmiştir. Büyüme yönlü kaygıların bir miktar hafiflemesi ve bununla birlikte enflasyonist kaygıların ön plana çıkması TCMB'nin sıkılaştırıcı politikalara işaret eden söylemlerinin de son dönemde artmasına neden olmuştur. TCMB'nin esnek olmaya devam eden ancak sıkılaştırıcı bir yön çizen para politikasının tahvil-bono piyasasında en önemli belirleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

- **Küresel Gelişmeler:**

ABD'de son dönemde açıklanan veriler ekonomik aktivitenin 3 ay öncesine göre daha canlı bir görünüm sergilediğine işaret etmesine karşın, işgücü piyasasına ilişkin veriler kırılganlıkların devam ettiğini göstermektedir. FED'in para politikasında odaklandığı makroekonomik verilerin başında gelen işsizlik oranına ve tarımdışı istihdama dair bu tablo, FED'in düşük faiz politikasını devam ettirmesine neden olmaktadır. Avrupa'ya ilişkin belirsizlik ortamında ECB de para politikasında temkinli tavrını sürdürmektedir. Diğer yandan arz kaynaklı faktörler ile artan petrol fiyatları ve Avrupa kaynaklı belirsizlik ortamı gelişmekte olan ülkelerin dış talebe bağımlılığının yüksek olması nedeniyle en önemli risk unsurunu oluşturmaya devam etmektedir. Son dönemde bazı gelişmekte olan ülke merkez bankaları faiz indirmesine karşın, enflasyonist baskıların hızlanması gelişmekte olan ülke merkez bankalarını sıkılaştırıcı politikalar uygulamaya zorlamaktadır.

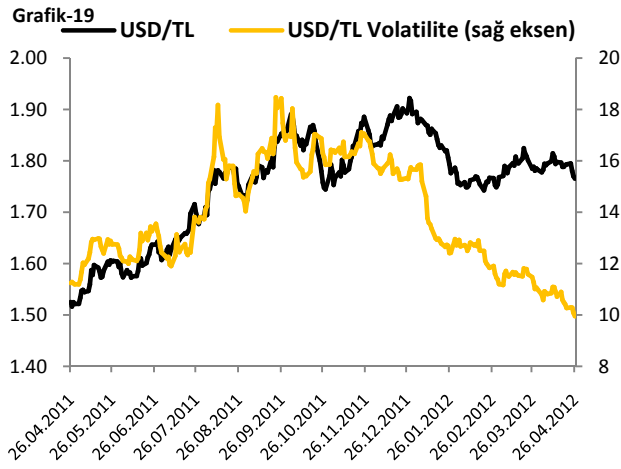


Kaynak: VakıfBank

Yukarıda değindiğimiz gelişmeler altında 2012 yıl sonu için %8.85 seviyesinde bulunan gösterge tahvil getirisi tahminimiz üzerindeki yukarı yönlü riskler artmıştır. Ekonometrik model tahminlerimiz 2012'nin geri kalanında gösterge tahvil getirisinin nispeten yatay bir seyir izleyeceğine işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde %9.4 seviyelerinde hareket etmesini beklediğimiz gösterge tahvil getirisinin yılın üçüncü çeyreğinin sonuna kadar kademeli olarak gerileyeceğini düşünüyoruz. Gösterge tahvil getirisine ilişkin aşağı yönlü hareket beklentilerimizde enflasyonun önümüzdeki dönemde baz etkisinin hafiflemesi ile

gerileyeceği yönündeki beklentimiz rol oynamaktadır. Enflasyonun önümüzdeki dönemde gerileceği yönündeki beklentimize karşın enflasyon beklentilerimizdeki yukarı yönlü revizyonumuz gösterge tahvil getirisindeki aşağı yönlü hareketlerin nispeten sınırlı bir düşüşe işaret etmesine neden olmuştur. Yılın son çeyreği için ise modelimizin tahminleri gösterge tahvil getirisinde sınırlı bir yükselişe işaret etmektedir. **Böylece gösterge tahvil getirisinin yılı %9.15 seviyesinden tamamlamasını bekliyoruz. Yılın tamamında ise gösterge tahvil getirisinin ortalama %9.36 seviyelerinde hareket etmesini bekliyoruz.**

***Beklentilerimize paralel bir seyir izleyen döviz kuruna ilişkin herhangi bir revizyona gitmiyoruz.***

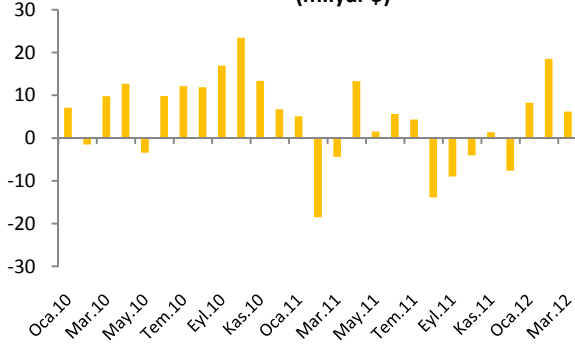


Kaynak: Bloomberg

2011 yılının sonunda 1.92 seviyesinin üzerine çıkan USD/TL kuru izleyen süreçte aşağı yönlü bir trend izlemiş ve Şubat ayı ortasında 1.72 seviyesine kadar gerilemiştir. Söz konusu dönemden sonra nispeten yatay bir seyir izleyen kur, 1.77 – 1.80 bandında dengelenmiştir. 2011 yılının sonundan itibaren USD/TL kurunda görülen aşağı yönlü harekete paralel olarak, volatilitede de önemli bir düşüş göze çarpmaktadır. 2012 yılının ilk ayında hızlı bir şekilde düşen kurun volatilitesi izleyen süreçte de aşağı yönlü trendini devam ettirmiştir. TL'nin dolar karşısında değer kazanmasında Merkez Bankası'nın politika ve müdahaleleri de belirleyici rol oynamıştır. Euro Bölgesi'ne ilişkin risklerin artması

ile Merkez Bankası öncelikle döviz likiditesini sağlamak amacıyla döviz satım ihaleleri düzenlerken, yılın son çeyreğinde piyasaya satım yönünde doğrudan müdahalede bulunmuştur. Faiz koridorunun etkin bir şekilde kullanıldığı süreçte TL'nin oynaklığı diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla daha düşük düzeyde olmuştur. Cari işlemler açığındaki düzelmeye giderek belirginleşmesi de TL'deki volatilitenin düşüşünde etkili olmuştur.

**Grafik-20 Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Akımı (milyar \$)**

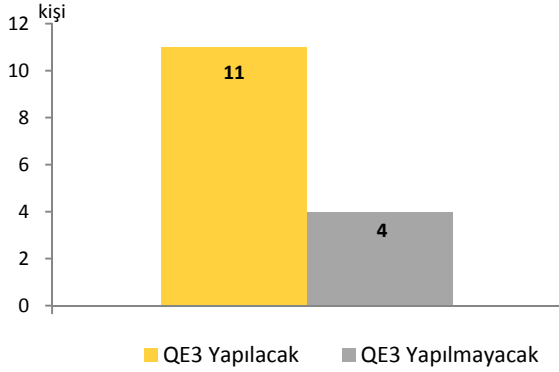


Kaynak: IMF

yansımış ve TL bu dönemde diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre daha iyi bir performans sergilemiştir. Küresel risk algılamaları ve gelişmekte olan ülkelerin parasal genişleme yönünde atacakları adımlara paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere önümüzdeki dönemdeki olası sermaye girişleri para birimlerinin değerinde de belirleyici olacaktır.

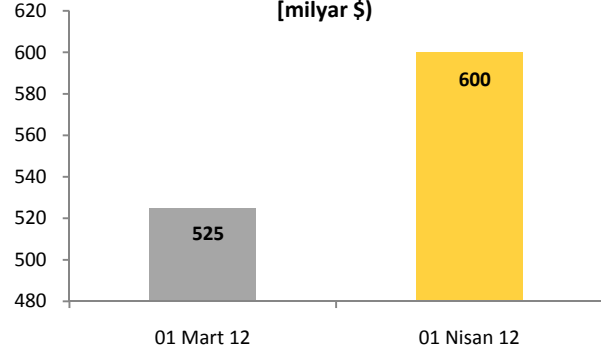
Küresel piyasalardaki risk algılamaları da gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını belirleyerek para birimleri üzerinde etkili olmaktadır. 2011 yılı Ağustos ayından itibaren Avrupa'da Yunanistan'ın kaynaklı sıkıntılarının artması küresel risk iştahını azaltmış ve gelişmekte olan ülkelere önemli bir fon çıkışının yaşanmasına neden olmuştur. Söz konusu süreçte gelişmekte olan ülke para birimlerinde önemli ölçüde değer kayıpları görülürken, TL'deki değer kaybı nispeten daha belirgin olmuştur. Avrupa kaynaklı risklerin azalması ile ilk çeyrekte risk iştahının artmaya başlaması ve gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin yeniden canlanması para birimlerine olumlu

**Grafik-21 Reuters Anketinde QE3 beklentisi**



Kaynak: Reuters

**Grafik-22 Reuters anketine göre beklenen QE3 tutarı (milyar \$)**



Kaynak: Reuters

Küresel likidite koşullarının TL'nin değeri üzerindeki rolünü ortaya koyduktan sonra söz konusu değişkene ilişkin beklentileri değerlendirmek faydalı olacaktır. Yunanistan'a ilişkin risk algılamalarının azalmasına karşın, gerek İspanya ve İtalya'nın kamu dengelerindeki belirsizlikler gerekse ABD'de istihdam verilerinin olumsuz bir tablo çizmesi küresel piyasalarda kalıcı bir rahatlamanın önüne geçmektedir. Küresel piyasaların mevcut görünümü gelişmiş ülkelerin yeni likidite önlemleri alabileceği yönündeki beklentileri canlı tutmaktadır. Bu çerçevede Avrupa Merkez Bankası'nın uzun vadeli kredi olanağı sağlanma yönünde yeni adımlar atabileceği beklentileri yükselmektedir. Buna ek olarak, yapılan anketler Fed'in de yeni bir parasal genişleme paketini yürürlüğe koyabileceğini bekleyenlerin sayısında artış olduğunu göstermektedir. Reuters tarafından yapılan anketlere bakıldığında katılımcıların %73'lük bir bölümü üçüncü parasal genişlemenin geleceğini beklerken, söz konusu genişleme paketinin miktarının da artacağını öngörmektedir. Bu bağlamda, küresel likidite miktarını arttıracak önlemlerin alınması gelişmekte olan ülkelere fon akımlarını arttırarak para birimlerinde değer kazançlarına yol açabilecektir. Bu noktada, TL'de de değer artışlarının görülmesi söz konusu olacaktır.

Sonuç olarak USD/TL kurunda beklentilerimize paralel bir seyir izlenirken, söz konusu değişkene ilişkin öngörümüzde herhangi bir revizyona gitme ihtiyacı duymuyoruz. Buna göre **2012 yılı sonunda USD/TL kurunun 1.70, EUR/USD kurunun 2.40 ve kur sepetinin (0.5\$+0.5€) 2.05** seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Avrupa'da Yunanistan'a ilişkin atılan adımlar, kontrolsüz bir iflas sürecini ortadan kaldırarak risk algılamalarını düşürse de İspanya ve İtalya'ya ilişkin endişelerin artması Euro Bölgesi'nde kalıcı bir çözüme ulaşılmadığını

göstermektedir. Bu durum yukarıda da belirttiğimiz gibi küresel piyasalarda yeni önlemler ile likiditenin yüksek seviyesini koruyabileceği beklentilerimizi desteklemektedir. Küresel likidite koşullarının genişlemesi de kurun beklentilerimize paralel seyrini devam ettirmesini sağlayacaktır. Merkez Bankası'nın son yayımladığı Enflasyon Raporu'nda da mevcut daraltıcı para politikasının önümüzdeki dönemde devam edeceğine dair işaretler vermesi TL'nin yıl sonuna kadar olan süreçte değer kazanacağı beklentimizi desteklemektedir.

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

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, hişbir 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.