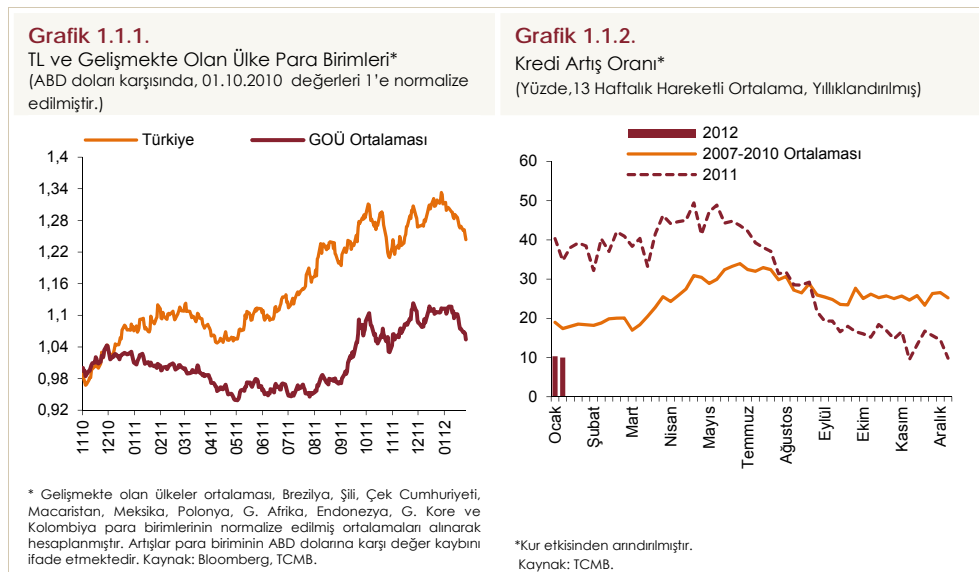


1. Genel Değerlendirme

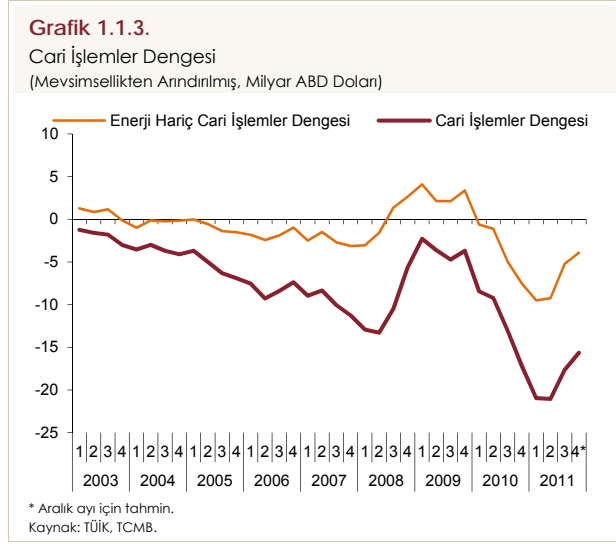
2011 Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne Euro Bölgesi'nde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişeler, alınan politika tedbirlerine rağmen küresel iktisadi görünümü olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Başta Euro Bölgesi ekonomilerinde olmak üzere küresel ölçekte büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerde para politikalarının normalleşme sürecinin uzun bir süre için öteleneyeceğine dair algılamalar güçlenmiştir. 2012 yılının başı itibarıyla risk iştahında görece bir iyileşme gözlemlense de, Euro Bölgesi'ne ilişkin sorunların çözümüne yönelik belirsizlikler sürmektedir. Bu durum, artan bulaşıcılık riski ile birlikte küresel finans piyasalarındaki kırılganlığın devam etmesine neden olmakta ve esnek bir para politikası çerçevesinin önemini teyid etmektedir.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

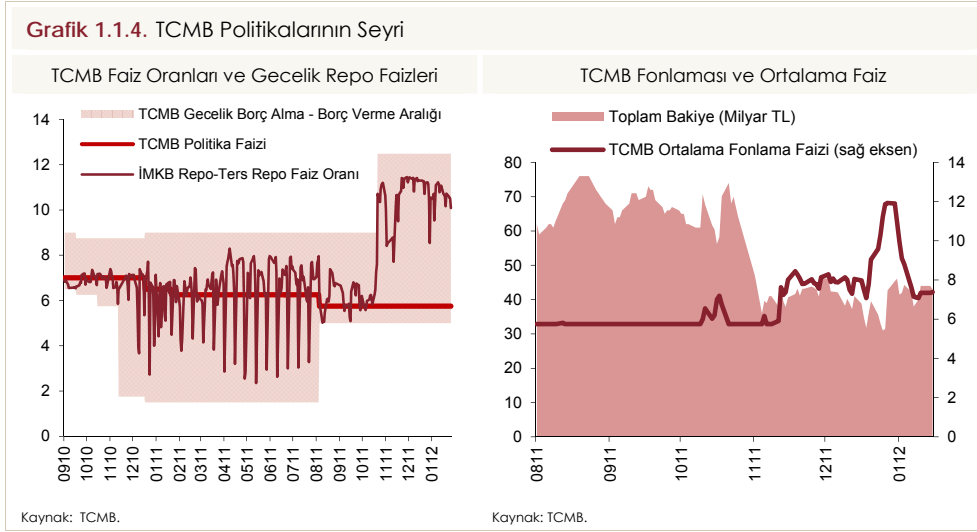
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2011 yılının ilk yarısında artan makro finansal riskler karşısında ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamıştır. Bu çerçevede, bir yandan kredilerin makul oranlarda büyümesi için diğer kurumların katkısıyla birlikte gerekli tedbirler alınırken diğer yandan döviz kurunun iktisadi temellerden her iki yönde de aşırı ölçüde sapmasına karşı politikalar uygulanmıştır (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).



2011 yılına ilişkin açıklanan veriler ekonomideki dengelenme sürecinin arzu edilen şekilde gerçekleşmeye başladığına işaret etmiştir. Bu doğrultuda, yılın ikinci yarısında net ihracatın büyümeye katkısı belirgin şekilde artarken cari işlemler dengesinde kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir (Grafik 1.1.3).

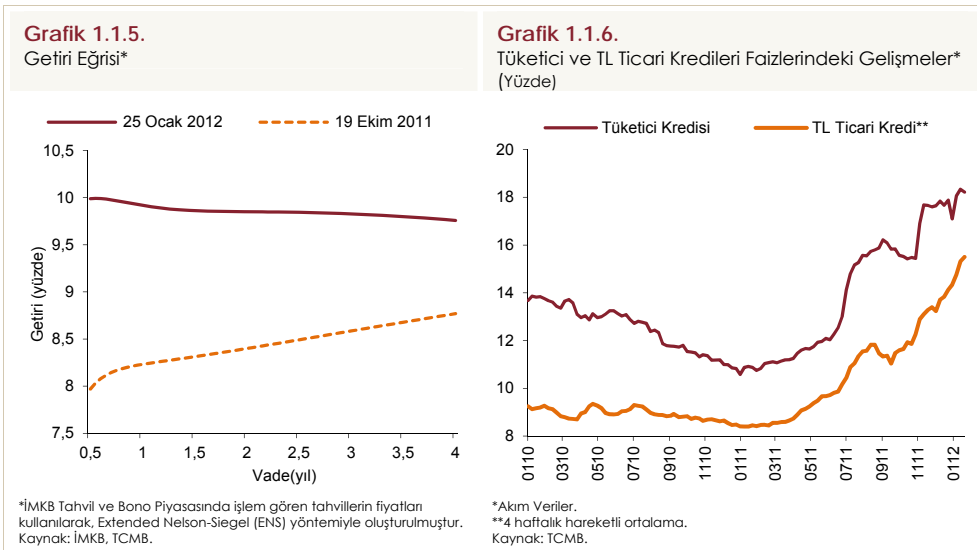


Makro finansal risklerin dengelenmesi konusunda arzu edilen sonuçlar alınmakla birlikte, yılın son çeyreğinde enflasyonda belirgin bir artış gözlenmesi para politikası duruşunun gözden geçirilmesini gerektirmiştir. Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahındaki bozulmanın devam etmesi Türk lirasının aşırı değer kaybetmesine yol açarak enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya başlamıştır. Bu gelişmeye ek olarak Ekim ayında fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat ayarlamaları kısa vadede enflasyonda öngörülenin üzerinde bir artışa neden olmuştur. TCMB, bu durumun beklentileri bozmasına izin vermemek için Ekim ayından itibaren para politikasında önemli bir sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu çerçevede, faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiş ve bir hafta vadeli repo ihalesi ile yapılan Türk lirası fonlamanın miktarı gerekli görüldüğünde ayarlanarak ortalama fonlama maliyeti belirgin şekilde artırılmıştır (Grafik 1.1.4).



Para Politikası Kurulu (Kurul), enflasyon görünümünün orta vadeli hedeflerle uyumlu olması için para politikasındaki sıkı duruşun bir müddet daha sürdürülmesi gerektiğini ifade etmiştir. Bunun yanı sıra, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağı belirtilmiştir.

Mevcut durumda getiri eğrisinde gözlenen aşağı yönlü eğim para politikası duruşunun sıkı olduğuna işaret etmektedir (Grafik 1.1.5). Bunun yanı sıra, Ekim ayından bu yana kredi faizlerinde de kayda değer bir artış görülmüştür (Grafik 1.1.6). Böylelikle yılın son aylarına doğru kredi artış oranı daha makul seviyelere gerilemiştir (Grafik 1.1.2).

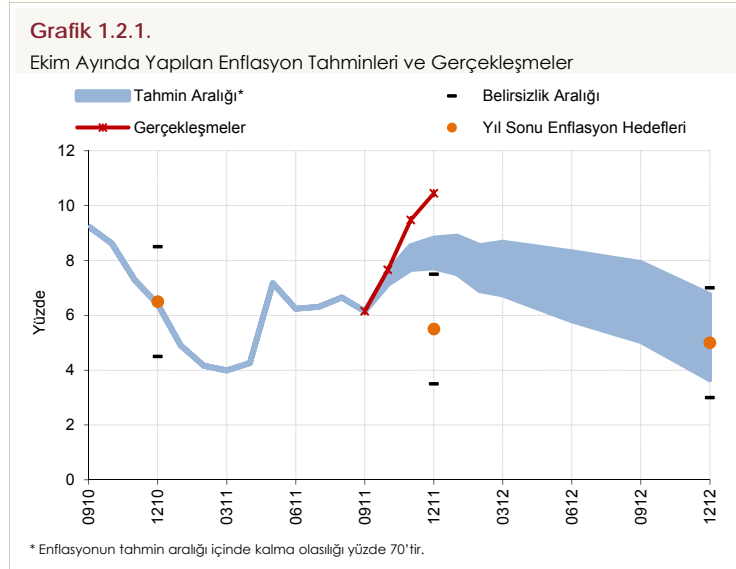


Sonuç olarak yılın son çeyreği parasal ve finansal koşullardaki sıkılaştırmanın devam ettiği ve kredilerdeki yavaşlamanın belirginleştiği bir dönem olmuştur.

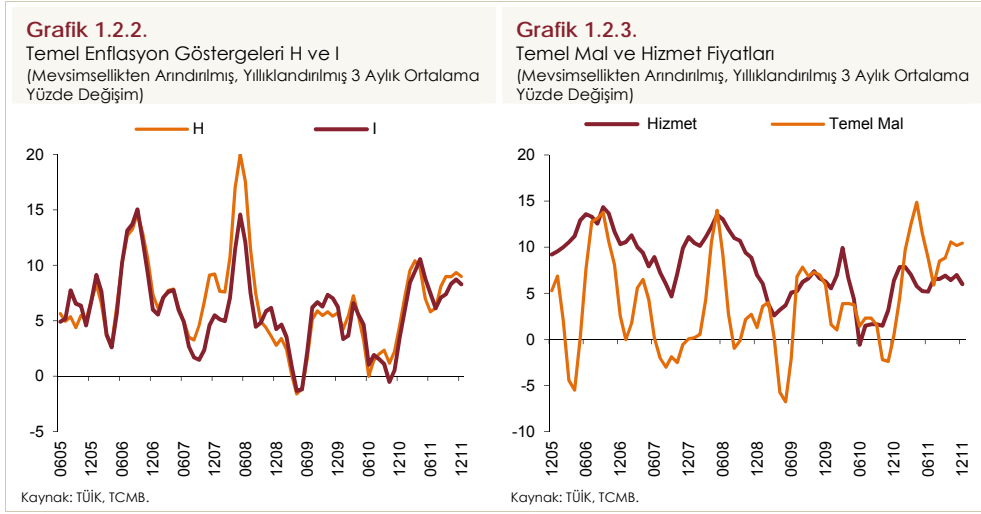
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2011 yılı sonunda enflasyon yüzde 10,45 seviyesine ulaşarak Ekim ayı tahminlerinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Tahminlerdeki sapmada işlenmemiş gıda fiyatlarında öngörülenin üzerinde gerçekleşen artışlar belirleyici olmuştur. Risk iştahının bozulmaya devam etmesi sonucu Türk lirasında gözlenen değer kaybının sürmesi de kısa vadeli tahminlerin sapmasına yol açan bir diğer unsur olmuştur (Grafik 1.2.1).



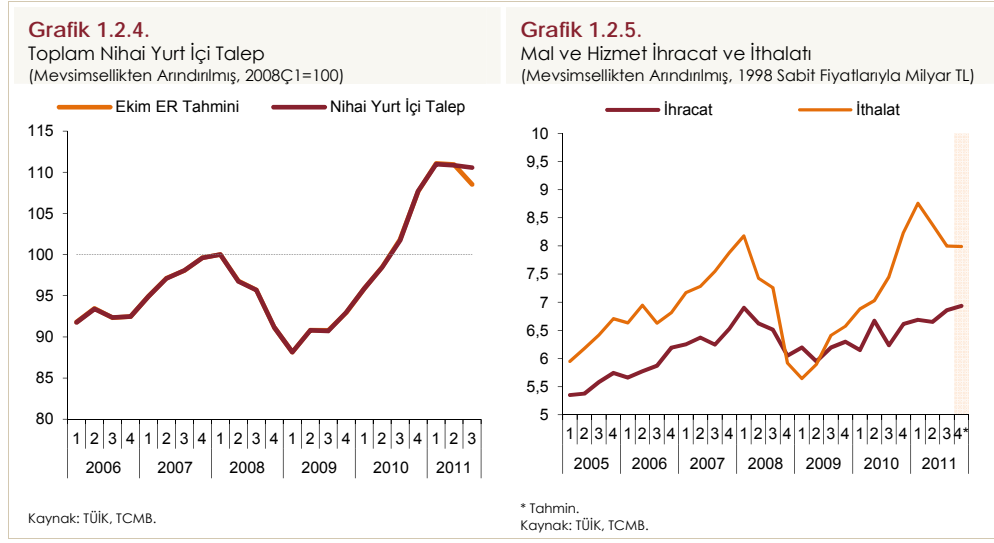
Yılın son çeyreğinde temel enflasyon göstergeleri döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak artış eğilimini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişme esas olarak temel mal fiyatlarındaki artıştan kaynaklanırken hizmet enflasyonu ana eğiliminin ılımlı bir seyir izlemesi ikincil etkilerin sınırlı kaldığına işaret etmiştir (Grafik 1.2.3).



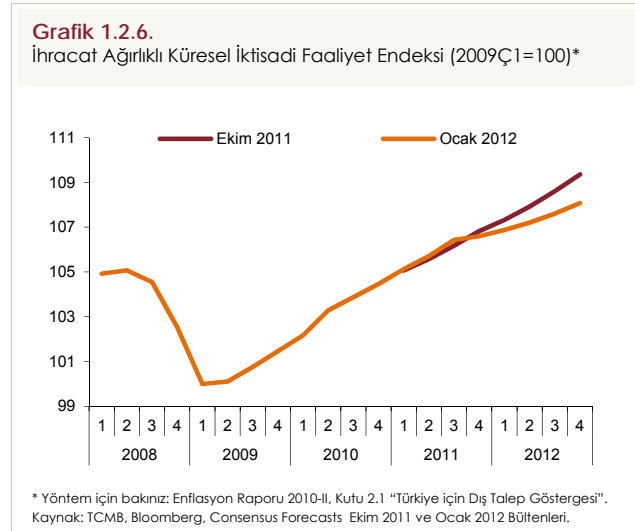
Arz ve Talep Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içi nihai talebin Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha güçlü olduğuna işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Dolayısıyla, bu döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. Büyümenin kompozisyonundaki dengelenme ise beklendiği şekilde daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 1.2.5). Küresel ekonomideki zayıf seyre rağmen ihracat artmaya devam ederken ithal mal ve hizmetlere yönelik talepteki gerileme sürmüştür. Bu doğrultuda, uzun bir aradan sonra ilk defa net dış talep yıllık bazda büyümeye pozitif katkı yapmıştır.

2011 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler yurt içi nihai talebin yatay seyrini koruduğuna işaret ederken ekonomideki dengelenmenin öngörüldüğü şekilde sürdüğünü göstermektedir. Önümüzdeki dönemde parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle yurt içi nihai talep büyümesinin sınırlı kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Yakın döneme ilişkin kredi ve sipariş verileri bu görünümü desteklemektedir (Grafik 1.1.2). Bu çerçevede, enflasyon tahminleri üretilirken yılın ilk aylarında yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır.



2011 Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne küresel büyüme tahminleri özellikle Euro Bölgesi kaynaklı olarak belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlar da dış talebimizde bir önceki döneme kıyasla daha düşük bir büyüme görünümüne işaret etmiştir (Grafik 1.2.6). Dolayısıyla, tahminler üretilirken dış talebin bir önceki döneme kıyasla daha zayıf seyrettiği bir çerçeve esas alınmıştır.

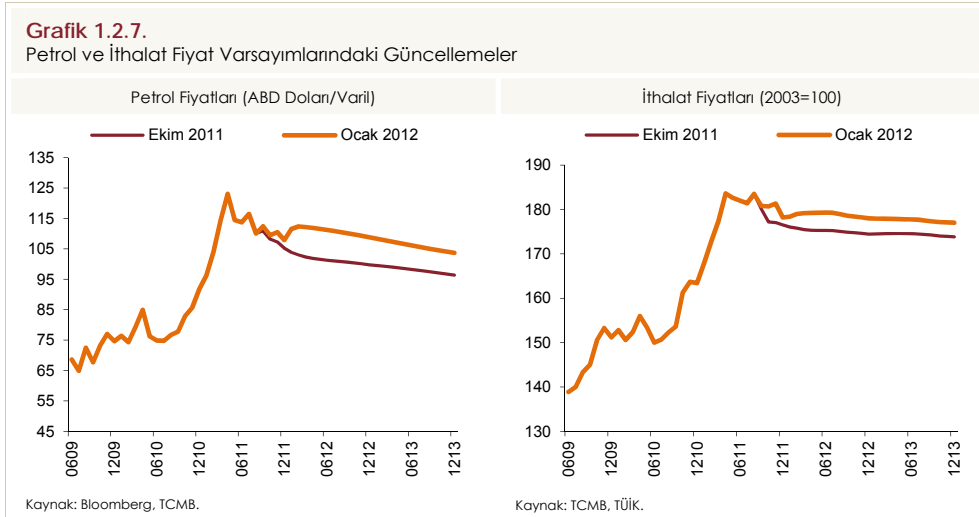


Özetle, çıktı açığı tahminleri üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin beklenenden daha güçlü gerçekleşmesi nedeniyle 2011 yılının ikinci yarısı için yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, küresel büyüme görünümündeki bozulma nedeniyle, orta vadede toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe

verdiği desteğin bir önceki rapor dönemine kıyasla daha belirgin olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Emtia ve Gıda Fiyatları

Emtia ve petrol fiyatlarına ilişkin varsayımlar sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmiştir. Bir önceki Rapor'da 100 ABD doları olan petrol fiyatları varsayımı, son dönem gelişmeleri ve vadeli fiyatlar göz önüne alınarak 2012 yılı için 110 ABD dolarına, 2013 yılı için ise 105 ABD dolarına çıkarılmıştır. Aynı doğrultuda, ithalat fiyatlarına dair varsayımlar da sınırlı ölçüde yükseltilmiştir (Grafik 1.2.7). Ayrıca, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin varsayım tahmin ufku boyunca yüzde 7,5 olarak korunmuştur.

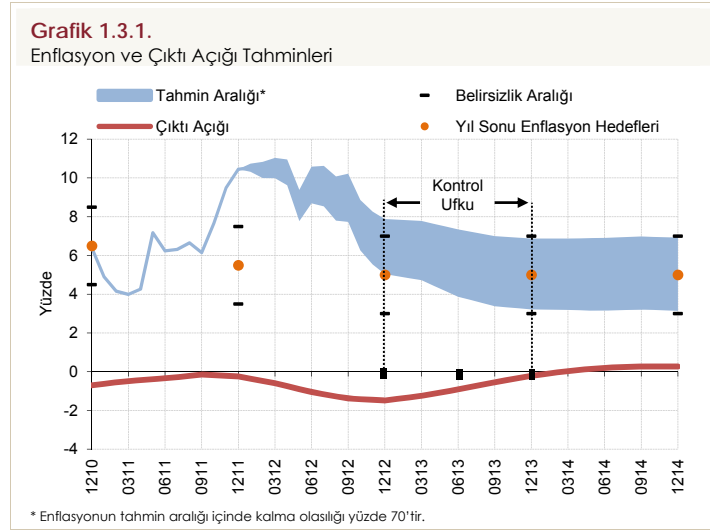


Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Tahminler üretilirken maliye politikasına ilişkin olarak Orta Vadeli Program (OVP) varsayımları temel alınmıştır. Dolayısıyla, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranında önemli bir değişim olmadığı ve kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün sürdüğü bir çerçevede esas alınmıştır. Tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılında ise 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Tahminler üretilirken para politikasındaki sıkı duruşun bir müddet daha devam edeceği; bu doğrultuda kredilerin yıllık büyüme eğiliminin yüzde 15 civarında seyredeceği, Türk lirasının ise ılımlı bir değerlendirme eğilimi sergileyeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,1 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, son üç ay içinde talep ve maliyet unsurlarına ilişkin gelişmeler bir önceki Rapor'a kıyasla önemli bir değişime işaret etmese de başlangıç noktasının daha yüksek bir seviyede oluşması nedeniyle 2012 yılsonu enflasyon tahmini yukarı yönlü güncellenmiştir.

2011 yılında döviz kuru ve emtia fiyatlarındaki birikimli artışlar, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki gelişmeler sonucu enflasyon yüksek seviyelere çıkmıştır. Enflasyonun yılın ilk çeyreğinde bu seviyelerini koruyacağı, ikinci çeyrekte ise kademeli bir düşüş eğilimi sergileyeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1). TCMB'nin Ekim ayından bu yana uyguladığı sıkı para politikasının ikincil etkileri sınırlaması ve böylece geçici fiyat hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkmasıyla enflasyonun aşağı yönlü bir seyir izlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede, özellikle 2012 yılının son çeyreğinde enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği tahmin edilmektedir.

Para politikasının mevcut durumda yüzde 10,45 olan enflasyonu 12 ay içinde yüzde 5 düzeyine düşürecek şekilde uygulanması iktisadi faaliyette arzu edilmeyen dalgalanmalara yol açacağından hedefe ulaşma sürecinin yaklaşık bir buçuk yıllık bir zaman dilimine yayılması öngörülmektedir. Diğer bir ifadeyle, enflasyonun yüzde 5'lik hedefe 2013 yılının ortalarında ulaşacağı tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1). Öte yandan, önümüzdeki dönemde risk iştahının belirgin şekilde iyileşmesi ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının tekrar hızlanarak Türk lirasındaki değerlenmenin baz senaryodaki varsayımlara kıyasla daha güçlü olması durumunda, 2012 yılının sonunda hedefe ulaşılması mümkün olabilecektir.

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

1.4. Riskler ve Para Politikası

Kısa vadede enflasyonun yüksek seyri sürdürecek olması ikincil etkiler konusunda risk oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında tüketici fiyatlarının birikimli artış oranı yüzde 5,66 olmuştur. Söz konusu artış 2012 yılının son çeyreğine kadar yıllık enflasyon hesabının içinde kalacaktır. Bu nedenle önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğilimi hedefle uyumlu seviyelere gerileyecek olsa dahi, 12 aylık birikimli fiyat artışları ile ölçülen enflasyonun yılın son aylarına kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi yüksek bir olasılıktır. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin önemini korumaya devam etmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Rapor'da orta vadeli görünüm sunulurken Euro Bölgesi'ndeki sorunların kademeli bir şekilde çözüleceği ve küresel ekonomide ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümünün beklenenden uzun ve sancılı olma olasılığı hem küresel büyüme hem de risk iştahına dair aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Öte yandan, çözüme yönelik atılan adımların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde sonuçlandırılması halinde ise küresel ekonomiye dair öngörülenden daha olumlu bir algılamaya ortaya çıkabilecektir. Böyle bir

durum, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının uyguladığı miktarsal genişleme politikasının da etkisiyle risk iştahını güçlendirerek gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını tekrar hızlandırabilecektir. Dolayısıyla, Euro Bölgesi'ne ilişkin süregelen sorunlar ve buna yönelik tedbirlerin etkililiğine ilişkin belirsizlikler, önümüzdeki dönemde küresel piyasalardaki oynaklığın süreceğine işaret etmektedir. Bu görünüm, birden fazla aracın kullanıldığı esnek para politikası yaklaşımını gerekli kılmaktadır. TCMB, önümüzdeki dönemde küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluştursa da son dönemde petrol arzına dair sorunların belirginleşmesi, enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak beklentilerin bozulmasına müsaade etmeyecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmektedir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri OVP'de belirlenen çerçeveyi esas almakta, dolayısıyla mali disiplinin devamını öngörmektedir. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya ve finansal istikrarı gözetmeye devam edecektir. Bu süreçte TCMB ve diğer kurumlarca finansal istikrara yönelik alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkileri de dikkatle değerlendirilecektir. Orta vadede mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Bu yönde alınacak mesafe aynı zamanda para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli kamu borçlanma faizlerinin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.