

# 1. Genel Değerlendirme

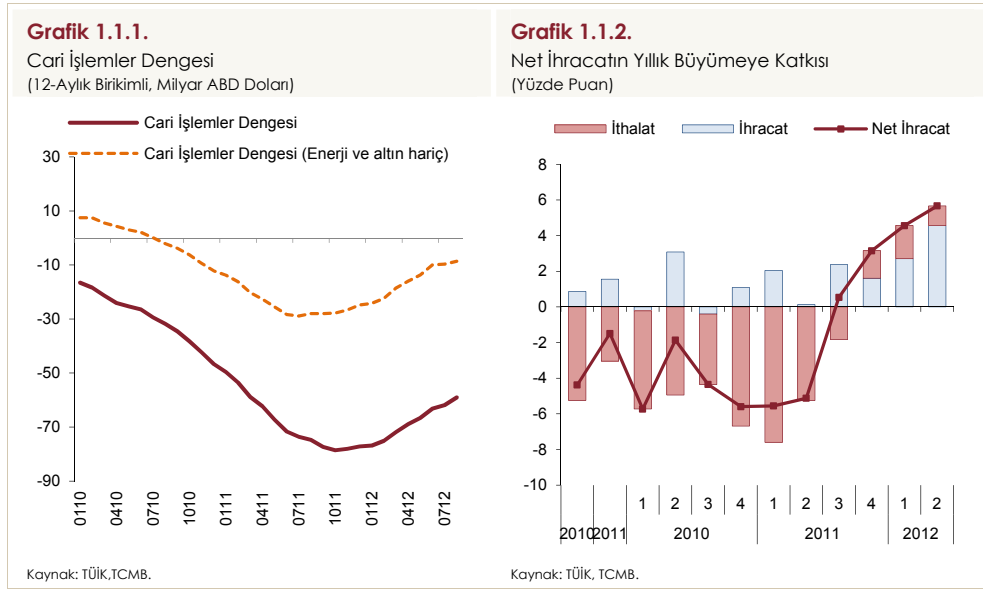
2012 yılının üçüncü çeyreğinde küresel ekonomiye dair belirsizlikler azalarak da olsa önemini korurken, küresel büyüme yavaşlamaya devam etmiştir. Bu dönemde, alınan tedbirlerle Euro Bölgesi'ndeki sorunların derinleşme riski azalsa da gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme görünümü aşağı yönlü güncellenmiştir. ABD'de açıklanan istihdam, konut ve üretim verileri toparlanmanın beklenenden daha zayıf gerçekleştiğine işaret etmiş, Euro Bölgesi'ne dair olumsuz görünüm sürmüştür, Çin'in de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin iktisadi faaliyeti yavaşlamaya devam etmiştir. Bu çerçevede, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları iktisadi faaliyeti desteklemek ve makro finansal riskleri azaltmak için yeni miktarsal genişleme paketleri açıklarken, gelişmekte olan ülkelere dair politika faizi beklentileri aşağı yönlü güncellenmiştir.

Küresel ekonomideki zayıf seyrin sürmesi enflasyon risklerini azaltırken finansal istikrar ve büyüme kaygılarını gündemde tutmaktadır. Euro Bölgesi'ne dair belirsizlikler, ABD ve Çin ekonomilerine ilişkin kaygılar ve jeopolitik riskler önemini korumaktadır. Yakın dönemde alınan tedbirlere rağmen, küresel ekonomiye dair süregelen kırılganlıklar ve dengesizlikler risk iştahındaki oynaklığı görece olarak yüksek seviyelerde tutmaya devam etmektedir. Bu görünüm, gelişmiş ülkelerin piyasaya sürdüğü olağanüstü bol ve düşük maliyetli likidite ile birlikte değerlendirildiğinde, kısa vadeli sermaye akımlarındaki oynaklığın yüksek seyretmesine neden olmakta ve esnek bir politika çerçevesine sahip olmanın önemini teyid etmektedir.

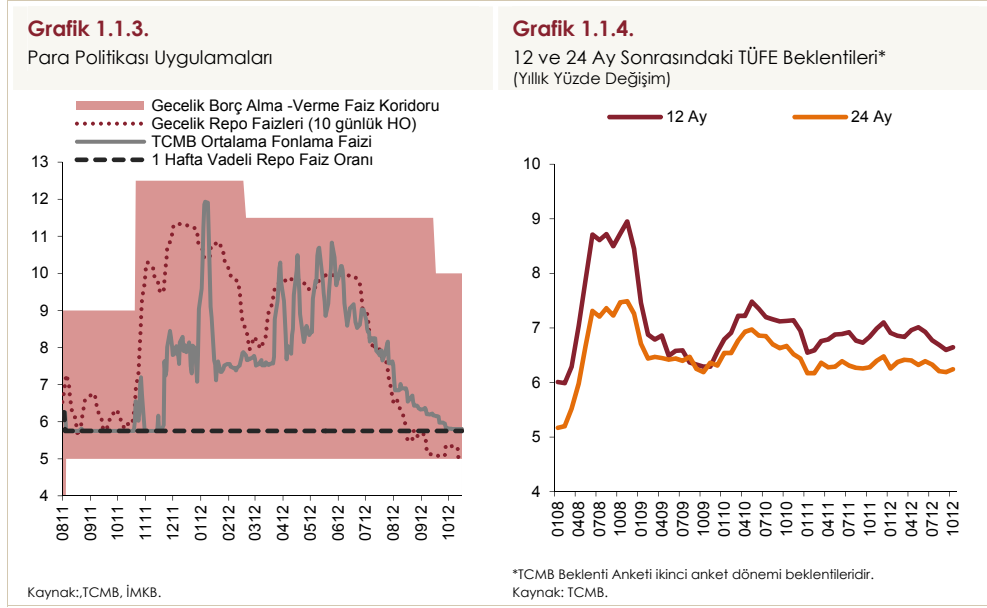
## 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilmiş ve finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsenerek bu amaca yönelik ek politika araçları geliştirilmiştir. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamıştır. Bu doğrultuda, kredi büyümesi kontrol altına alınırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

Son dönemde açıklanan veriler uygulanan politikaların büyük ölçüde amacına ulaştığını göstermektedir. Büyüme kompozisyonu giderek daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmiştir. Nitekim bu dönemde, cari işlemler dengesindeki iyileşmenin sürdüğü (Grafik 1.1.1) ve net ihracatın büyümeye katkısının belirgin şekilde arttığı görülmektedir (Grafik 1.1.2).



Makro finansal risklerin azaltılması konusunda arzu edilen sonuçların alınmaya başlamasıyla para politikası Ekim 2011 döneminden itibaren fiyat istikrarına odaklanmıştır. Bu doğrultuda TCMB, faiz koridorunu yukarı yönlü genişleterek etkin likidite operasyonlarıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. TCMB 2012 yılının ortalarına kadar risk iştahındaki dalgalanmalar ve enflasyon görünümüne dair yukarı yönlü riskler nedeniyle belli aralıklarla parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu dönemde faiz koridorunun üst sınırı yüksek seviyelerde tutularak yukarı yönlü sıkılaştırma esnekliği korunmuştur (Grafik 1.1.3). Bu duruş, arz yönlü olumsuz etkilerin belirginleştiği ve enflasyonun çift hanelere çıktığı bir ortamda orta vadeli beklentilerin bozulmasını engellemiştir (Grafik 1.1.4).

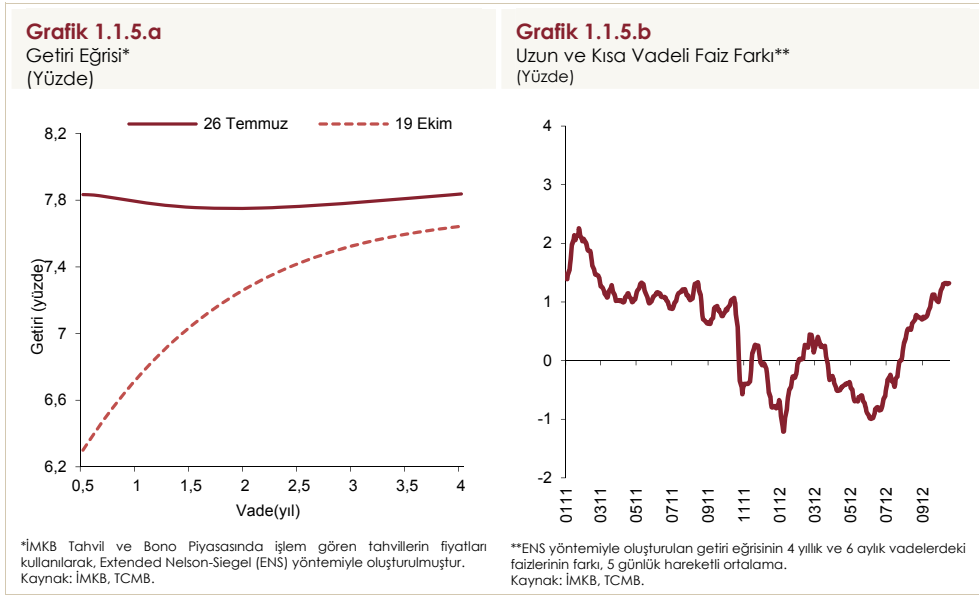


2012 yılının ortalarından itibaren para politikası kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Gerek küresel risk iştahının yeniden iyileşme eğilimine girmesi gerekse cari dengeye ve büyümenin kompozisyonuna ilişkin açıklanan verilerin ekonomideki dengelenme sürecinin güçlendiğine işaret etmesi Türkiye'ye yönelik risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Öte yandan, bu dönemde yurt içi talebin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı belirginleşmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucunda TCMB, Haziran başından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür. Bu süreçte gecelik piyasada oluşan faizler de düşük düzeylerde seyretmiştir (Grafik 1.1.3). Eylül ayından itibaren ise, gerek küresel finansal sisteme dair uç risklerin azalması göz önüne alınarak gerekse kredi piyasasını desteklemek amacıyla, bir yandan faiz koridorunun üst sınırı kademeli olarak indirilirken diğer yandan piyasaya verilen likidite artırılmıştır.

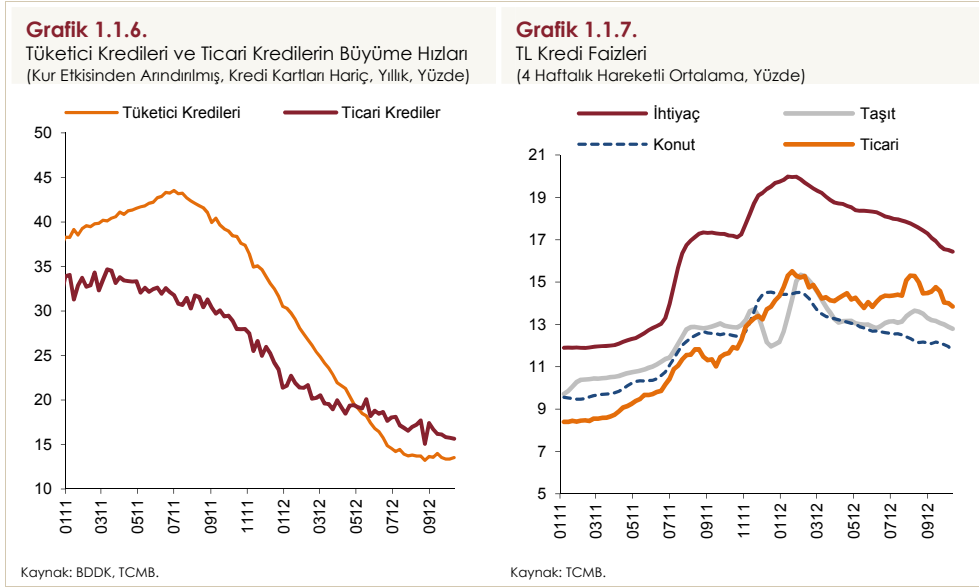
TCMB, son dönemde likidite koşullarını daha destekleyici bir konuma getirirse de, genel olarak ihtiyatlı bir duruş sergilemiştir. Bu doğrultuda Para Politikası Kurulu (Kurul), yönetilen/yönlendirilen fiyatlar ve enerji fiyatlarındaki artışların fiyatlama davranışlarına dair risk oluşturduğuna vurgu yaparak temkinli duruşun devam edeceğini ifade etmiştir. Ayrıca, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekilerek para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunmasının uygun olacağı belirtilmiştir. Bu çerçevede, alınan tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin

dikkatle takip edileceği ve bu doğrultuda Türk lirası fonlama miktarının gerekli görüldüğünde aşağı veya yukarı yönlü ayarlanacağı tekrar vurgulanmıştır.

TCMB'nin uyguladığı likidite politikasına bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde kısa vadeli faizlerde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Uzun vadeli faizler ise risk primindeki azalışın etkisiyle sınırlı ölçüde gerilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda piyasa faizleri bir önceki rapor dönemine göre her vadede aşağı kayarken getiri eğrisinin eğimi yukarı yönlü olmuştur (Grafik 1.1.5).



Yılın üçüncü çeyreğinde iç talebin zayıf seyrine bağlı olarak kredilerin yıllık artış hızı yavaşlamaya devam etmiştir (Grafik 1.1.6). Son çeyrekte ise hem arz hem de talep yönlü unsurların kredi hacmini destekleyici yönde çalışacağı düşünülmektedir. Nitekim, piyasa faiz oranlarındaki düşüşe paralel olarak, tüketici kredisi faizlerindeki aşağı yönlü eğilim sürmektedir (Grafik 1.1.7). Faiz koridorunun üst sınırındaki indirimlerin etkisiyle önümüzdeki dönemde ticari kredi faizlerinin de düşüş göstereceği öngörülmektedir. Bu çerçevede, yıl sonunda toplam kredilerin büyüme oranının öngörüldüğü gibi yüzde 14'e yakın seviyelerde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

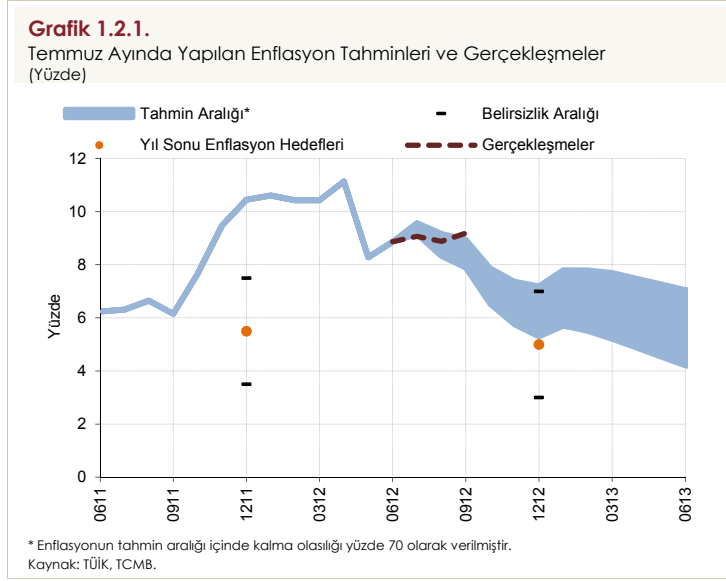


Yılın üçüncü çeyreğinde para politikasının finansal istikrar kanadında öne çıkan bir diğer gelişme TCMB'nin Rezerv Opsiyon Mekanizmasına (ROM) dair attığı adımlar olmuştur. Bankalara Türk lirası cinsinden zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutma imkanı tanıyan ROM, temelde dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla geliştirilen yeni bir araçtır (Kutu 5.1). Bu sistemin sermaye akımlarındaki değişimlere bağlı olarak döviz arz ve talebi arasında oluşabilecek dengesizlikleri azaltması öngörülmektedir. Mekanizmanın inşa süreci tamamlandıktan sonra esas olarak otomatik dengeleyici olarak işlemesi hedeflenmektedir.

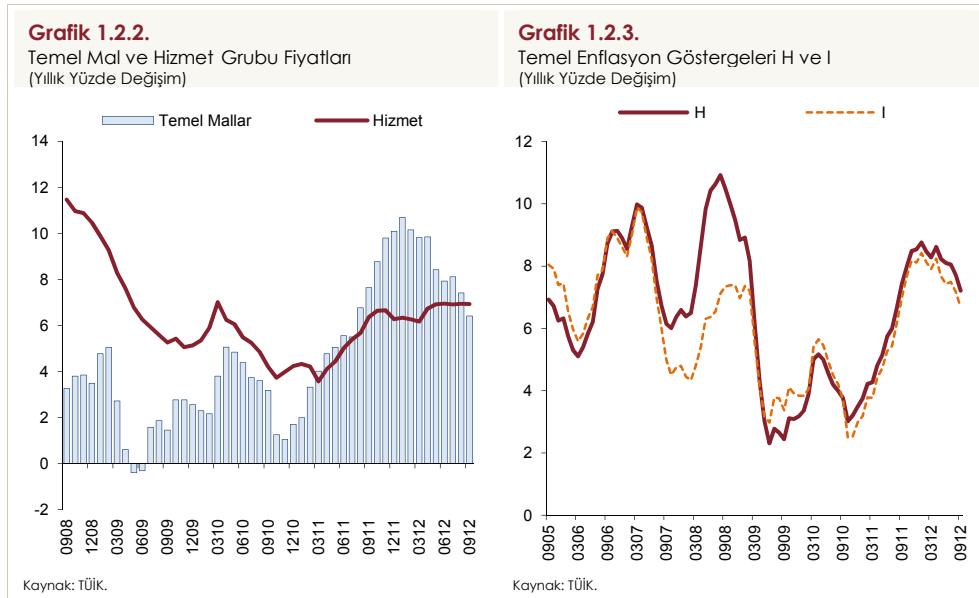
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

2012 yılının üçüncü çeyreğinde enflasyon sınırlı bir artış göstererek Eylül ayı itibarıyla yüzde 9,2 olarak gerçekleşmiş ve Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Enflasyonun öngörülenden yüksek gerçekleşmesinde yakın dönemde gözlenen petrol ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ile kamu fiyat ayarlamaları belirleyici olmuştur.

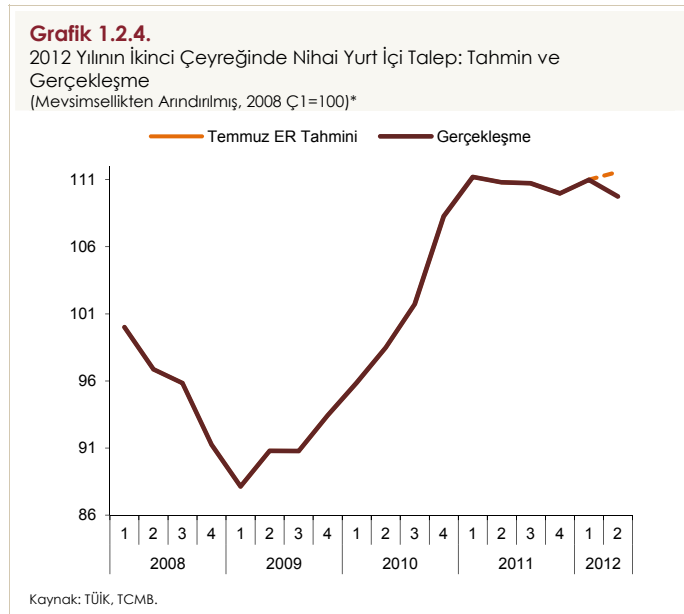


Döviz kuru ve ithalat fiyatlarında geçtiğimiz yıl gözlenen hareketlerin birikimli etkilerinin giderek azalması ve iç talepte süregelen yavaşlama sonucu, temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerilemeye devam etmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde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



## Arz ve Talep

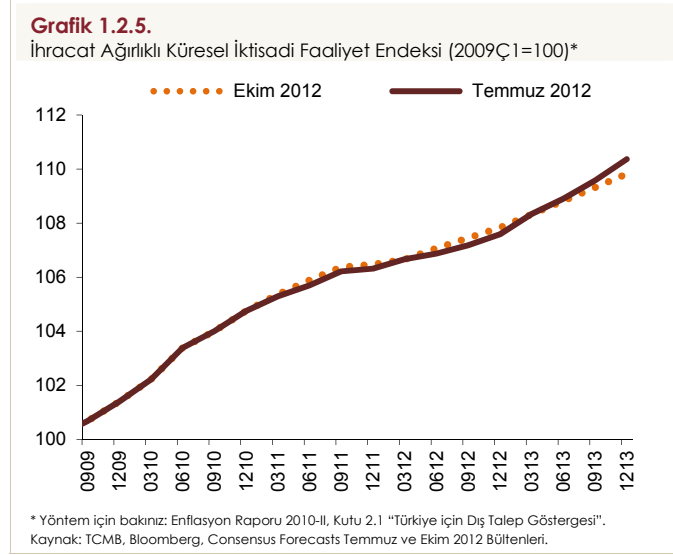
2012 yılının ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri yurt içi talep koşullarının yatırım kaynaklı olarak Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha zayıf seyrettiğine işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Yakın dönemde açıklanan veriler ise üçüncü çeyrekte nihai yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiğini göstermektedir. Bu doğrultuda, kısa vadeli çıktı açığı tahminleri bir önceki rapora kıyasla aşağı yönlü güncellenmiştir.



Öncü veriler yılın son çeyreği için tüketim talebinde ılımlı bir toparlanma eğilimine işaret etmektedir. Yakın dönemdeki kredi gelişmeleri ve yıl ortasından itibaren uygulanan destekleyici para politikasının gecikmeli etkileri göz önüne alınarak, önümüzdeki dönemde tüketim talebinin artış göstermesi beklenmektedir. Yatırım eğiliminin ise daha gecikmeli olarak toparlanacağı tahmin edilmektedir.

Yılın üçüncü çeyreğinde dış talep de iç talep gibi yavaşlamaya devam etmiştir. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne dış talep görünümü öngörülenden daha zayıf bir seyir izlemiştir. Nitekim, yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyüme tahminlerinde yapılan aşağı yönlü güncellemeler, ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi için daha düşük seviyelere işaret etmektedir (Grafik 1.2.5). Özellikle Euro Bölgesi'ne dair büyüme görünümünün zayıf seyrini koruması dış talebimizi sınırlamaktadır. Bununla birlikte, pazar ve ürün

çeşitlendirmesinin katkısıyla, önümüzdeki dönemde ihracatın görece olarak olumlu seyrini koruyacağı tahmin edilmektedir.



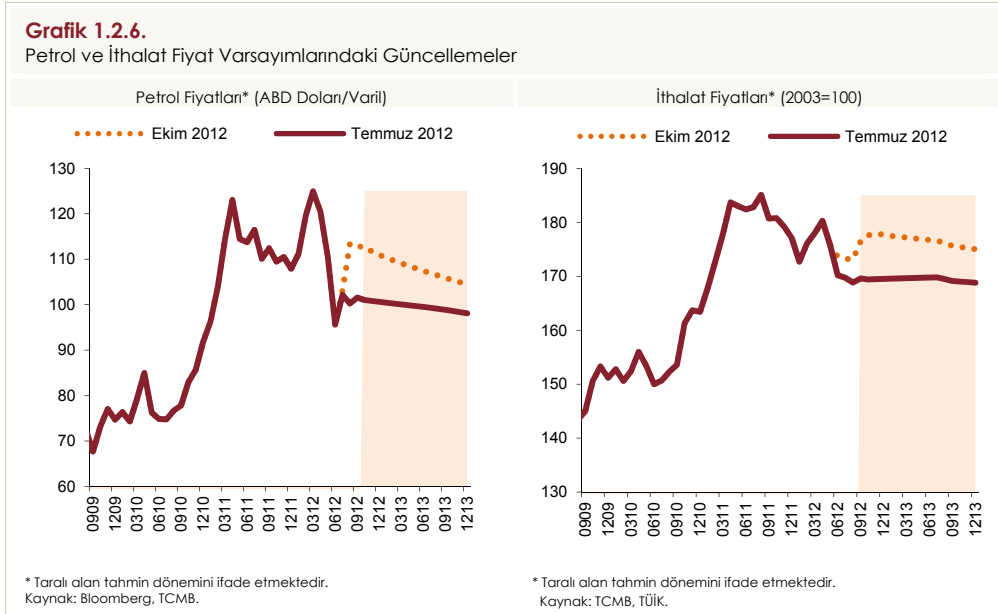
Özetle, tahminler üretilirken toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir önceki Rapor'a kıyasla arttığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu gelişmenin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi 0,1 puan azaltıcı yönde olmuştur.

### Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında arz yönlü faktörlerin etkisiyle petrol fiyatları öngörülerin üzerinde seyretmiştir (Grafik 1.2.6). Bu doğrultuda, Temmuz Enflasyon Raporu'nda 110 ABD doları olarak belirlenen 2012 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, yukarı yönlü güncellenerek 112 ABD dolarına çekilmiştir. Yıl geneli için yapılan bu güncelleme sınırlı görünse de yılın ikinci yarısı için ortalama petrol fiyatı varsayımının belirgin olarak yükseltilmesi anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda 2013 yılı için varsayımlar 100 ABD dolarından 107 ABD dolarına çıkarılmıştır.

İthalat fiyatları da benzer şekilde varsayımların üzerinde seyretmiştir. Gerçekleşmeler ve vadeli fiyatlar göz önüne alınarak, ithalat fiyatları varsayımı bir önceki Rapor'a göre yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.6). Petrol ve ithalat fiyatları genelinde yapılan bu güncellemeler, döviz kurundaki gelişmeler ile birlikte değerlendirildiğinde toplamda 2012 yıl sonu enflasyon tahminini 0,40 puan yükseltici yönde etkilemiştir.





İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklıklar kısa vadeli tahminler üzerinde belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir. Yılın son çeyreğine girerken işlenmemiş gıda fiyatlarının geçmiş yılların ortalamalarına kıyasla çok daha olumlu seyrettiği gözlenmektedir. Buna rağmen, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım bir önceki Rapor'da olduğu gibi temkinli bir yaklaşımla yüzde 7 olarak korunmuştur.

#### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

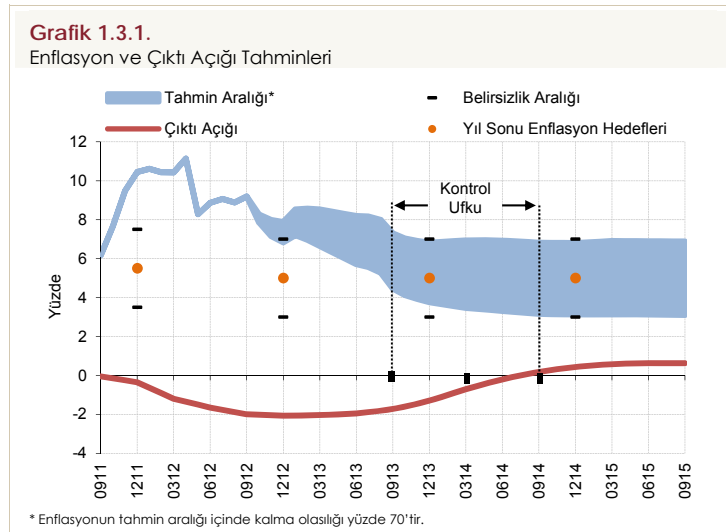
Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan görünüme kıyasla kısa vadeli enflasyon tahminlerinde güncelleme gerektiren en temel gelişme yakın dönemdeki vergi artışları ve enerji fiyat ayarlamaları olmuştur. Söz konusu düzenlemelerin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi 0,9 puan artırıcı yönde olmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken, tütün fiyatlarının 2013 yılının başlarında 2011 Ekim ayında ilan edilen vergi düzenlemelerinin ima ettiği oranlarda artacağı öngörülmüştür. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için ise Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.

### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyon tahminleri yapılırken para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise yüzde 14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 6,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 7,4), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,8 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,3) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Özetle, temelde enerji fiyatlarındaki ayarlamalara bağlı olarak 2012 yılı sonu enflasyon tahmini 1,2 puan yukarı güncellenerek yüzde 7,4'e yükseltilmiştir. Tablo 1.3.1, söz konusu güncellemenin özet bir muhasebesini sunmaktadır.

**Tablo 1.3.1.**  
2012 Yıl Sonu Enflasyon Tahminindeki Güncellemenin Kaynakları

<b>Petrol ve İthalat Fiyatları</b>	<b>+0,4 puan</b>
<b>Vergi ve Yönetilen Fiyat Ayarlamaları</b>	<b>+0,9 puan</b>
<b>Çıktı Açığı</b>	<b>-0,1 puan</b>
<b>Yıl Sonu Tahminindeki Toplam Güncelleme</b>	<b>+1,2 puan</b>

Güncellenen tahminler, yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat ve vergi ayarlamalarına rağmen enflasyonda belirgin bir düşüş olacağını göstermektedir. Önümüzdeki dönemde ılımlı iç talep koşullarının enerji fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerini sınırlayacağı ve çekirdek enflasyon göstergelerinin kademeli olarak düşüşünü sürdüreceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, 2013 yılının sonunda enflasyonun yüzde 5 hedefine yakın gerçekleşeceği öngörülmektedir.

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

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması ve son dönemde enerji fiyatlarında gözlenen artışlar, fiyatlama davranışlarının yakından takip edilmesini gerektirmektedir. Rapor'daki baz senaryoda ikincil etkilerin sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Bununla birlikte, önümüzdeki dönemde farklı bir görünümün ortaya çıkması halinde gerekli tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi ve sermaye akımlarında gözlenen oynaklıklar para politikasında her iki yönde esnekliğin korunmasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde kamu, hane-halkı ve bankaların bilanço düzeltme sürecine dair belirsizlikler sürmektedir. Küresel ekonominin henüz arzu edilen ölçüde toparlanamaması gelişmiş ülkelerdeki parasal genişleme politikalarının devam etmesine neden olmaktadır. Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, çevre ülkelerde yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme

görünümünün zayıf seyri küresel risk iştahının her türlü yeni gelişmelere karşı duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir.

2012 yılı üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarınca alınan tedbirler küresel finans piyasalarındaki en kötü olasılıkları azaltmış ve dalgalanmaları sınırlamıştır. Bununla birlikte, politika önlemlerinin uygulamasına dair belirsizlikler önemini korumaktadır. TCMB, bu belirsizlik döneminde gerektiğinde kullanmak üzere elinde yeterince politika aracı bulundurmaktadır.

Küresel büyüme görünümünün uzun süre zayıf seyretmesi durumunda, gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme paketlerini devam ettirme olasılığı bulunmaktadır. Yeni tedbirlerin süresinin uzaması Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler için makro finansal riskleri besleyebilecektir. Söz konusu durumda kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanabilecek ivmelenme, hızlı kredi genişlemesi ve yerli para üzerinde oluşabilecek değerlenme baskısı ekonomimizdeki dengelenme sürecini yavaşlatabilecektir. Bu riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, kısa vadeli faizleri düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati araçlarla sıkılaştırmaya gidebilecektir. Ayrıca, Rezerv Opsiyonu Mekanizması da otomatik dengeleyici özelliği ile finansal istikrarı destekleyecektir.

Küresel parasal genişleme politikaları emtia fiyatları üzerinde de risk oluşturmaktadır. Ancak, söz konusu politikaların daha çok küresel talebin zayıf olduğu zamanlarda uygulanıyor olması emtia fiyatlarının genel enflasyonist baskısını sınırlayabilmektedir. Bununla birlikte TCMB, emtia fiyatlarındaki artışların uzun süreli olması ve bu durumun fiyatlama davranışlarını bozma olasılığının ortaya çıkması halinde gereken sıkılaştırıcı politika tedbirlerini alacaktır.

Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde toplam talep ve emtia fiyatlarında öngörülenden daha hızlı bir artış ortaya çıkabilecektir. Böyle bir durumda orta vadeli enflasyon baskıları söz konusu olabileceğinden bütün politika araçları sıkılaştırıcı yönde kullanılabilir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2012 yıl sonunda enflasyonun öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesine yol açabilecektir. Öncü verilerin olumlu seyrine rağmen, tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşım izlenmiş ve bu grupta yılın son çeyreğinde fiyat artışlarının geçtiğimiz yıllara yakın oranlarda gerçekleşeceği varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

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

Küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından ihtiyatlı maliye politikaları kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise 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 atılacak adımlar 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.

