

1. Genel Değerlendirme

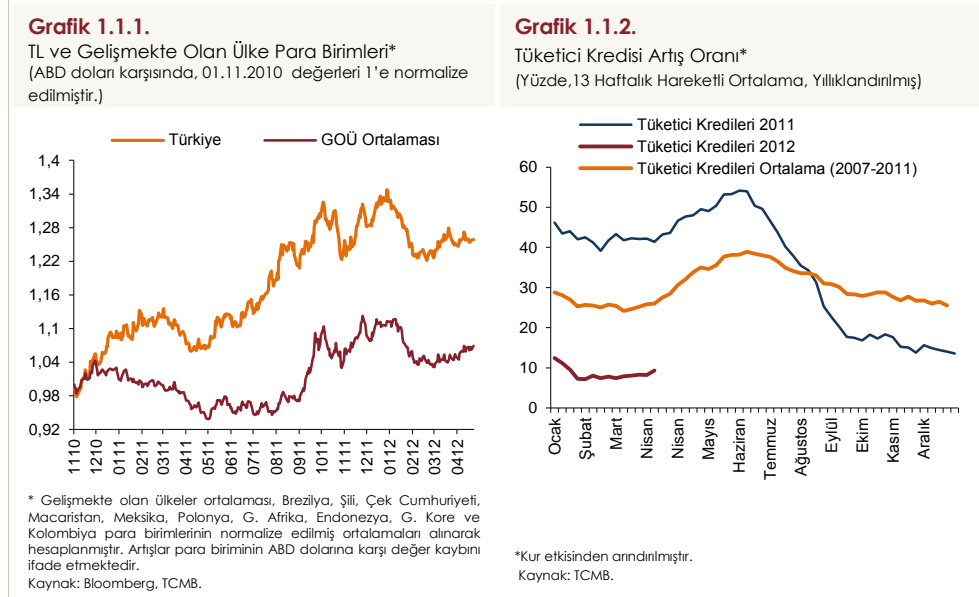
2012 yılının ilk çeyreğinde küresel iktisadi faaliyet beklendiği gibi yavaşlamaya devam ederken Euro Bölgesi'ne dair endişelerin azalmasıyla küresel risk iştahında kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir. Yunanistan'ın kamu borcu yapılandırılmasının tamamlanarak düzensiz bir iflasın önüne geçilmesi ve Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank-ECB)'nin üç yıl vadeli likidite operasyonlarına devam etmesi, Euro Bölgesi borç kriziyle ilgili algılamaların kısmen iyileşmesini sağlamıştır. ABD'de ise iktisadi faaliyetin beklenenden olumlu bir görünüme işaret etmesi güven ortamını pekiştiren bir diğer unsur olmuştur. Bu gelişmeler yılın ilk çeyreğinde küresel risk iştahının artmasını sağlayarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Ne var ki, yakın dönemde özellikle İspanya ekonomisine dair endişelerin artması sonucu tahvil getirilerinin yeniden yükselişe geçmesi ve ABD'de istihdam artışlarının beklentilerin altında kalması, küresel ekonomiye dair algılamalardaki düzelmeyi kesintiye uğratmıştır. Bu doğrultuda, ikinci çeyreğin başı itibarıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığın arttığı gözlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu'ndan bugüne yaşanan gelişmeler, küresel finans piyasalarının kırılğan yapısının sürdüğünü ortaya koymaktadır. Küresel krizin başlangıcının üzerinden dört yıla yakın süre geçmesine rağmen gelişmiş ülkelerde bilanço düzeltme süreci devam etmektedir. Euro Bölgesi'ne dair sorunlar, ABD ve Çin ekonomilerine ilişkin belirsizlikler ve enerji fiyatlarındaki arz yönlü riskler sürmektedir. Varlık piyasalarının hızlı yükselişler gösterdiği ve gelişmiş ülkelerin para politikalarının gevşek bir duruş sergilediği dönemlerde dahi borçlanma piyasalarındaki faaliyetin durgun olması ve bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlara ilişkin endişelerin canlı kalması, küresel risk algılamalarındaki oynaklığın devam edebileceğine işaret etmektedir. Bütün bu gelişmeler, esnek bir para politikası çerçevesinin önemini teyid etmektedir.

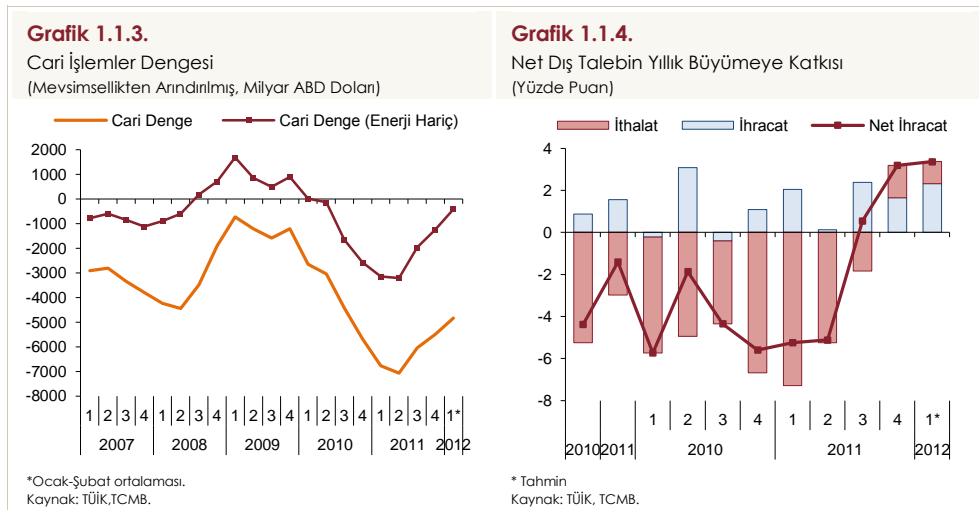
1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

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

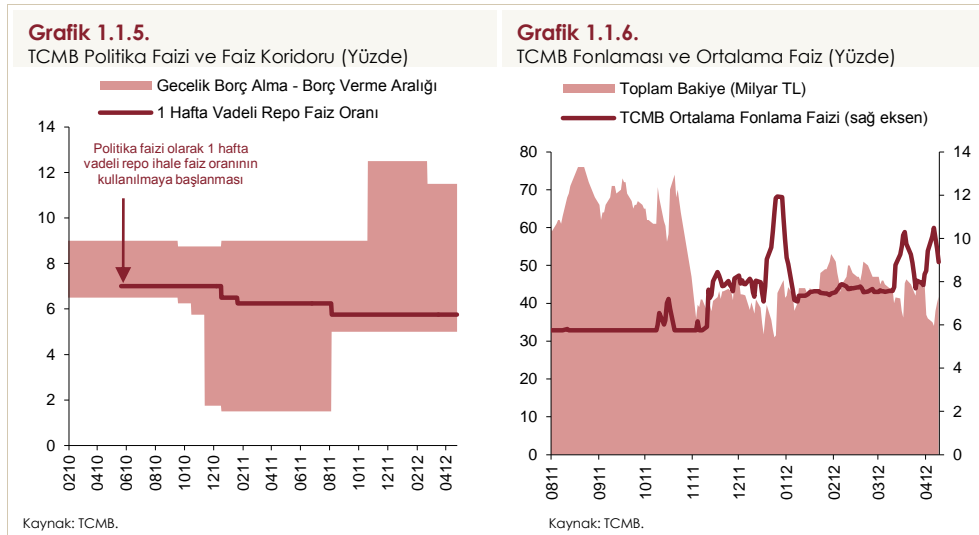
her iki yönde de aşırı ölçüde sapmasına karşı politikalar uygulanmıştır (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).



Ocak Enflasyon Raporu'ndan bu yana açıklanan veriler ekonomideki dengelenme sürecinin arzu edilen şekilde gerçekleştiğini göstermektedir. 2011 yılının ikinci yarısından itibaren kredi büyüme hızlarında belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu doğrultuda, cari işlemler dengesinde de kayda değer bir iyileşme gerçekleşmiştir (Grafik 1.1.3). Bu dönemde yurt içi talep büyümesi kontrol altına alınırken net ihracatın katkısı belirgin şekilde artmıştır (Grafik 1.1.4). Diğer bir ifadeyle, büyüme kompozisyonu daha sağlıklı bir görünüme kavuşmuştur.



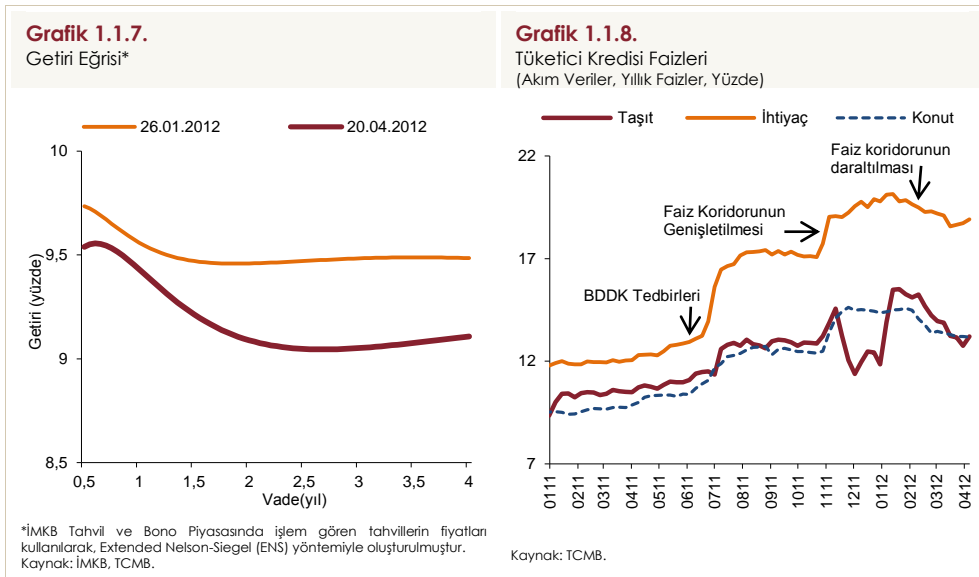
Makro finansal risklerin azaltılması konusunda arzu edilen sonucun alınmasının ardından, para politikası Ekim 2011 döneminden itibaren fiyat istikrarına odaklanmıştır. İthalat fiyatlarındaki artışların ve Türk lirasındaki değer kaybının birikimli etkileri, yönetilen/yönlendirilen ürünlerde (tütün ve enerji kalemleri) yapılan vergi ayarlamaları ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin artışlar yılın son çeyreğinde enflasyonda hızlı bir yükselişe neden olmuştur. Söz konusu gelişmeler büyük ölçüde geçici unsurları yansıtsa da, enflasyonun ulaştığı yüksek seviyeler beklentilerin bozulma riskini beraberinde getirmiştir. Bu doğrultuda TCMB, enflasyondaki yükselişin fiyatlama davranışlarında bir bozulmaya neden olmaması için, Ekim ayından itibaren faiz koridorunu yukarı yönlü genişleterek etkin likidite operasyonlarıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir (Grafik 1.1.5 ve Grafik 1.1.6).



Faiz koridoru sisteminin sağladığı esneklik kullanılarak Ekim ayından bu yana üç kez (Aralık, Mart ve Nisan dönemlerinde) ek parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir (Grafik 1.1.6). Bu sıkılaştırma dönemlerinde TCMB, miktar ihalesi ile yaptığı fonlamayı azaltarak piyasaya sağladığı likiditenin ortalama maliyetini belirgin şekilde artırmıştır. Öte yandan, Şubat ayında Euro Bölgesi borç krizine dair algılamaların iyileşmesine bağlı olarak küresel risk iştahının artması üzerine faiz koridorunun üst limiti sınırlı ölçüde indirilmiştir (Grafik 1.1.5). Buna rağmen, TCMB sıkı parasal duruşunu korumuştur. Bu doğrultuda, Para Politikası Kurulu (Kurul), Nisan ayında enerji fiyatlarındaki yüksek oranlı fiyat ayarlamalarının ve diğer geçici unsurların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek amacıyla ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanabileceğini vurgulamıştır. Ayrıca Kurul,

küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle para politikasında esnekliğin korunmasının uygun olacağını belirtmiştir.

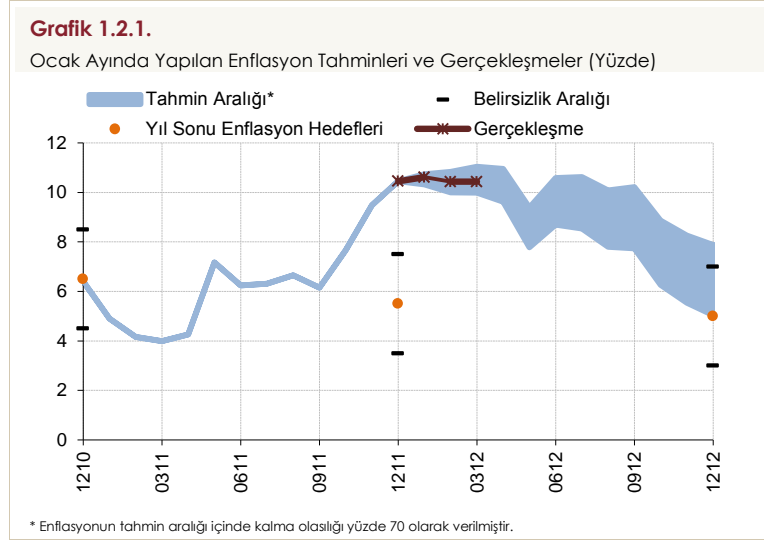
TCMB'nin faiz koridorunu geniş tutarak dönem dönem ek sıkılaştırmaya gitmesi para politikası duruşunun sıkı olmasını sağlamaktadır. Nitekim, getiri eğrisinin aşağı yönlü eğiminin yanı sıra tüketici kredilerinin büyüme oranlarındaki yavaşlama ve kredi faizlerinin görece olarak yüksek seyretmesi de parasal ve finansal koşulların sıkı olduğunu teyid etmektedir (Grafik 1.1.7 ve Grafik 1.1.8).



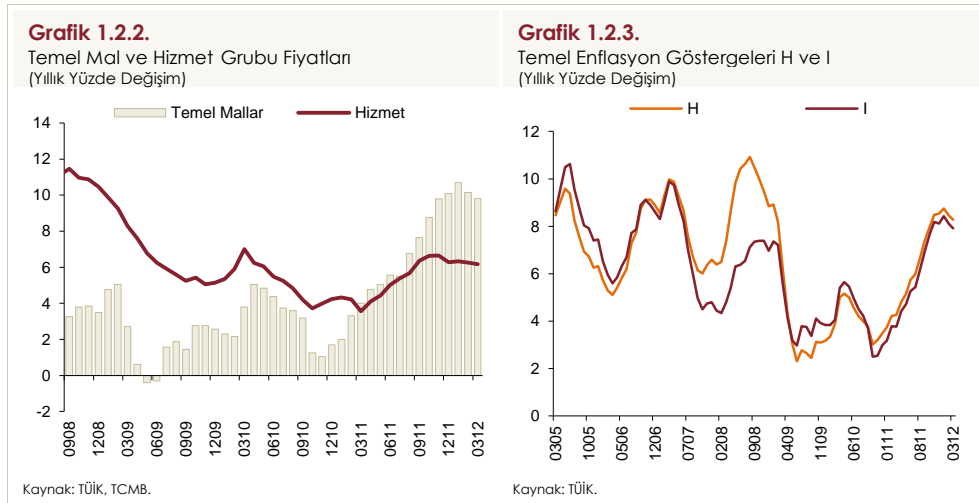
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

2012 yılının ilk çeyreğinde enflasyon Ocak Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerle uyumlu seyrederken Mart sonu itibarıyla yüzde 10,43 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Bu dönemde, petrol fiyatlarının varsayılandan yüksek seyretmesi nedeniyle enerji fiyatlarındaki artışlar öngörülenin üzerinde gerçekleşirken işlenmemiş gıda fiyatları beklenenden daha olumlu bir seyir izlemiştir.

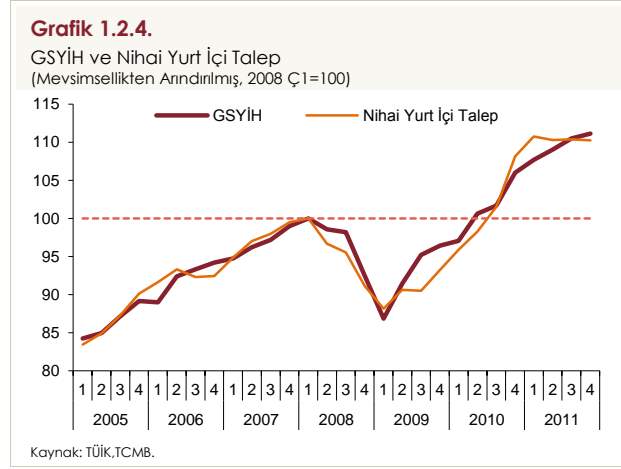


Döviz kuru hareketlerinin birikimli etkilerinin hafiflemesiyle yılın ilk çeyreğinde temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı gerileme eğilimine girmiştir. Hizmet fiyatları ise ılımlı seyrini korumuştur (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri uzun bir süreden sonra tekrar düşüş eğilimi sergilemiştir (Grafik 1.2.3).



Arz ve Talep

2011 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri toplam talep koşullarının Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu seyrettiğine işaret etmiştir. Yurt içi talep kaynaklı olarak ivme kaybeden iktisadi faaliyet, net ihracatın pozitif katkısıyla yavaşlayarak da olsa büyümesini sürdürmüştür (Grafik 1.2.4).



2012 yılının ilk aylarına dair sanayi üretimi verileri yılın ilk çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklenenden bir miktar daha zayıf seyrettiğini göstermiştir. Ancak, bu gelişmenin büyük ölçüde olumsuz hava koşulları ve dış belirsizlikler gibi geçici unsurları yansıttığı düşünülmekte, ikinci çeyrekte itibaren ılımlı bir toparlanma eğiliminin başlayacağı tahmin edilmektedir. Nitekim, sipariş ve tüketim göstergelerinde Şubat ve Mart aylarındaki eğilimin yukarı yönlü olması, iktisadi faaliyetteki gerilemenin geçici olduğuna işaret etmektedir.

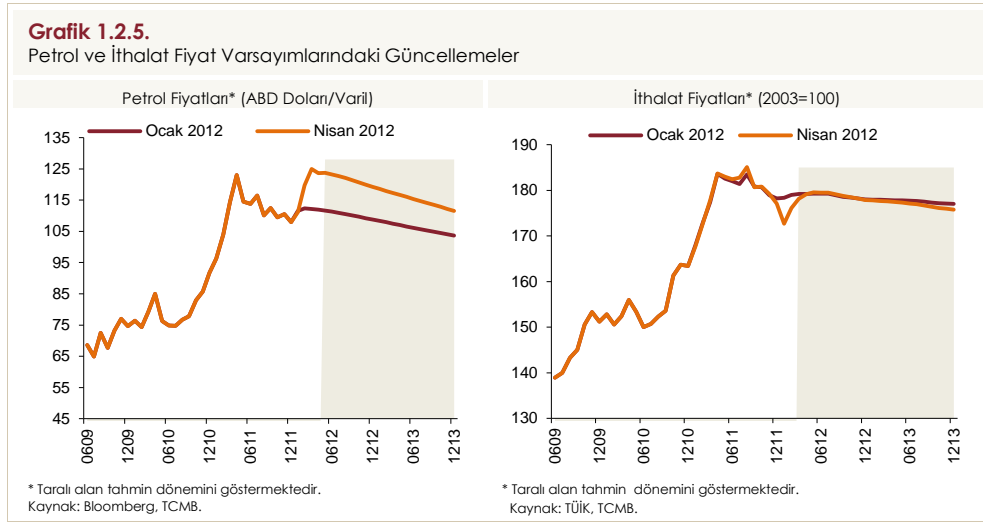
Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomi ve dış talebe dair göstergeler de öngörüldüğü gibi gerçekleşmiştir. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranları yavaşlamaya devam ederken özellikle Euro Bölgesi'ne dair büyüme görünümü zayıf seyirini korumuştur.

Özetle, yurt içi ve yurt dışı iktisadi faaliyetin görünümünde bir önceki rapora kıyasla önemli bir güncelleme olmamıştır. Bu çerçevede, Ocak Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi, enflasyon tahminleri üretilirken yılın ikinci çeyreğinden itibaren ekonominin yeniden ılımlı büyüme patikasına yöneleceği ve toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının süreceği bir görünüm esas alınmıştır.

Emtia, İthalat ve Gıda Fiyatları

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında petrol fiyatları arz yönlü gelişmelere bağlı olarak öngörülerin oldukça üzerinde bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Bu çerçevede, Nisan ayının ilk yarısı itibarıyla oluşan vadeli fiyatlar da dikkate alınarak, petrol fiyatları varsayımı, 2012 yılı için 110 ABD dolarından 120 ABD dolarına, 2013 yılı için ise 105 ABD

dolarından 115 ABD dolarına çıkarılmıştır. Bu güncellemenin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,4 puan artırıcı yönde olmuştur. Öte yandan, enerji dışı ithalat fiyatlarındaki düşüğe paralel olarak ithalat fiyat endeksi beklenenden olumlu bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.5). Bu gelişmenin 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi ise yaklaşık 0,2 puan düşürücü yönde olmuştur. Vadeli emtia fiyatları kullanılarak üretilen ithalat fiyat projeksiyonları ise bir önceki rapor dönemine kıyasla önemli bir değişim göstermemiştir.



Sonuç olarak, enerji dışı ithalat fiyatlarının yılın ilk çeyreğinde beklenenden olumlu gerçekleşmesine rağmen, tüketici fiyat endeksi üzerinde daha etkili olan enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü güncelleme nedeniyle, toplamda ithalat fiyatlarının 2012 yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi sınırlı oranda yükseltici yönde olmuştur. Öte yandan, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayım yıl sonları için tahmin ufku boyunca yüzde 7,5 olarak korunmuştur.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

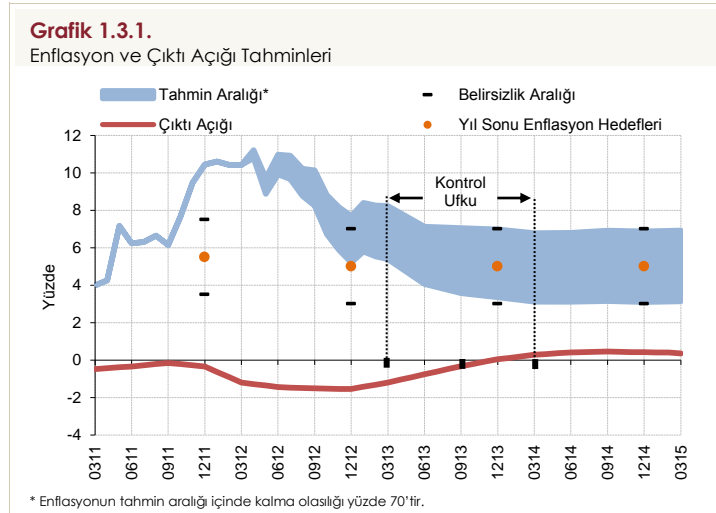
Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için 2011 yılı Ekim ayında güncellenen Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları esas alınmıştır. Dolayısıyla, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yatay seyredeceği ve yapısal bütçe dengesinde bozulma olmayacağı varsayılmıştır. Ayrıca, 5 Nisan itibarıyla kamuoyuna duyurulan "yeni teşvik sistemi" kapsamında yapılması öngörülen vergi indirimleri ve diğer devlet yardımları şeklindeki uygulamaların bütçe dengesini bozmayacağı varsayılmıştır.

Tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılının Ocak ayında 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, önümüzdeki dönemde ek parasal sıkılaştırmanın daha sık yapılacağı ve buna bağlı olarak kredilerin yıllık büyüme oranının yüzde 14 civarında seyredeceği varsayılmıştır. Söz konusu varsayımlar altında enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,7 aralığında (orta noktası yüzde 6,5), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, enerji fiyat varsayımlarında 2012 yılına dair güncellemelerin enflasyon üzerindeki olumsuz etkisine rağmen, para politikasının bu etkiyi telafi edecek bir sıkılaşmaya gideceği öngörülerek, yüzde 6,5 olan yıl sonu enflasyon tahmini değiştirilmemiştir. Bu doğrultuda, Ocak Enflasyon Raporu'na göre kredilerin bir miktar daha ılımlı büyüyeceği ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin artacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Yılın ikinci çeyreğinde enflasyonun oldukça dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Nisan ayında, elektrik ve doğalgaz fiyatlarındaki artışların tüketici enflasyonuna doğrudan etkisinin 0,5 puan civarında olacağı öngörülmektedir. Bu nedenle Nisan ayında yıllık enflasyon geçici olarak yükselip

tepe noktasına ulaşacaktır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkileri nedeniyle yıllık enflasyonun Mayıs ayında keskin bir düşüş göstermesi Haziran ayında ise bu düşüşün bir kısmının geri alınması beklenmektedir (Grafik 1.3.1).

TCMB'nin Ekim ayından bu yana uyguladığı sıkı para politikasının ikincil etkileri sınırlaması, böylece geçici fiyat hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin kademeli olarak ortadan kalkmasıyla enflasyonun aşağı yönlü bir seyir izlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede yılın üçüncü çeyreğinden itibaren enflasyonun kademeli olarak düşeceği, özellikle son çeyrekte düşüşün belirginleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

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 ulaştığı yüksek seviyeler ve son dönemde kısa vadeli enflasyon beklentilerinde gözlenen bozulma, fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. 2011 yılının son üç ayında gerçekleşen keskin fiyat artışları nedeniyle enflasyonun bu yılın son çeyreğine kadar hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi beklenmektedir. Bu durum, fiyatlama davranışlarının dikkatle izlenmesini gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve iç talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltsa da, önümüzdeki dönemde temkinli bir yaklaşımla enflasyon beklentileri dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün hedefle uyumlu olması için gereken tedbirler alınacaktır.

Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi, sermaye akımlarındaki oynaklıklara karşı para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Yılın ilk çeyreğinde Euro Bölgesi'nde kamu borcuna dair sorunlar bir miktar hafiflemiş olsa da bölge büyümesinin olumsuz seyri ve halen yüksek seyreden borçlanma maliyetleri borç sürdürülebilirliği tartışmalarını canlı tutmaktadır. Bunun yanı sıra, Euro Bölgesi bankacılık sektöründe bilanço düzeltmesinin devam etmesi finansal piyasalardaki kırılganlığı beslemekte ve risk iştahının tekrar bozulma olasılığını gündeme getirmektedir. Öte yandan, küresel ekonomiye dair sorunların beklenenden daha hızlı ve kararlı bir şekilde çözülmesi halinde ise risk iştahında öngörülenden daha hızlı bir toparlanma ortaya çıkabilecektir. Sonuç

olarak, önümüzdeki dönemde küresel sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etme olasılığı mevcut esnek politika çerçevesinin gerekliliğini teyid etmektedir. Bu çerçevede TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek üzerine düşen tedbirleri gecikmeksizin almaya devam edecektir.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru petrol fiyatlarının görünümündeki belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi görünümün zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerinden kaynaklanan etkilere tepki vermeyecek, ancak fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde işlenmemiş gıda fiyatları aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Gerek işlenmemiş gıda fiyatlarının 2011 yılı sonunda geldiği yüksek seviyelerden sonra aşağı yönlü düzeltme ihtimalinin olması, gerekse son ayların yağış bakımından olumlu geçmesi yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarının varsayımlardan daha olumlu bir seyir izleme olasılığını artırmaktadır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında beklenenden daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde enflasyon hedefe baz senaryoda öngörülenden daha hızlı ulaşabilecektir.

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.

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 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.