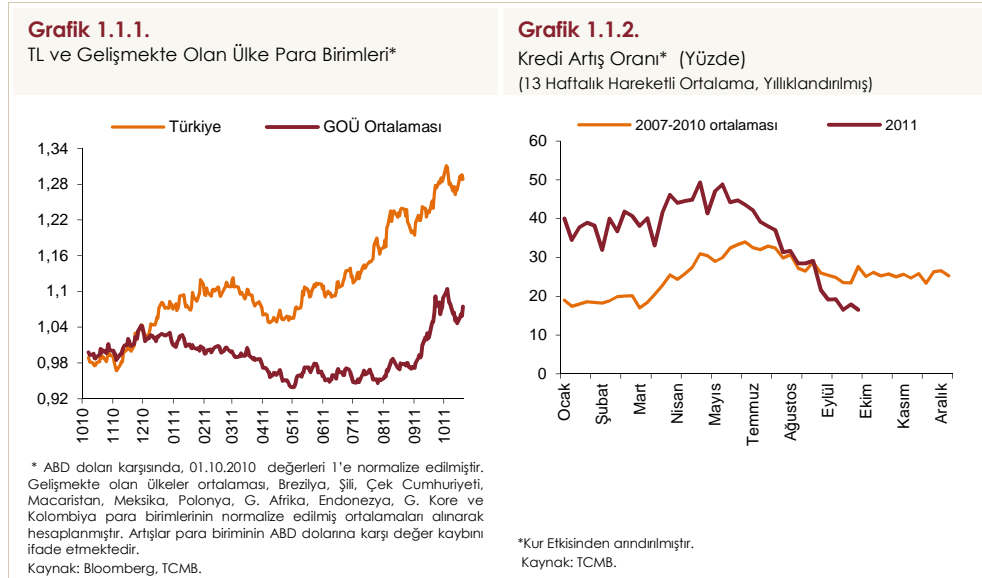


## 1. Genel Değerlendirme

2011 yılının üçüncü çeyreğinde Euro Bölgesi'nde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin artması ve ABD emlak ve emek piyasalarındaki toparlanmanın öngörülenden daha yavaş olacağına anlaşılması küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu doğrultuda, küresel iktisadi faaliyete dair tahminler aşağı yönlü güncellenirken, para politikalarının normalleşme sürecinin uzun bir süre için öteleneceğine dair algılar güçlenmiştir. Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin artması ve risk iştahındaki bozulmaya paralel olarak gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları gözlenmiştir. Bu görünüm gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli enflasyon baskılarına yol açarken aynı zamanda büyüme ve finansal istikrar kaygılarını da ön plana çıkarmıştır.

### 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalarla orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadan ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamıştır. Bu çerçevede, bir yandan döviz kurunun iktisadi temellerden aşağı ya da yukarı yönde aşırı ölçüde sapmasına karşı politikalar uygulanırken, diğer yandan kredilerin makul oranlarda büyümesi için diğer kurumların katkısıyla birlikte gerekli tedbirler alınmıştır (Grafik 1.1.1 ve 1.1.2).

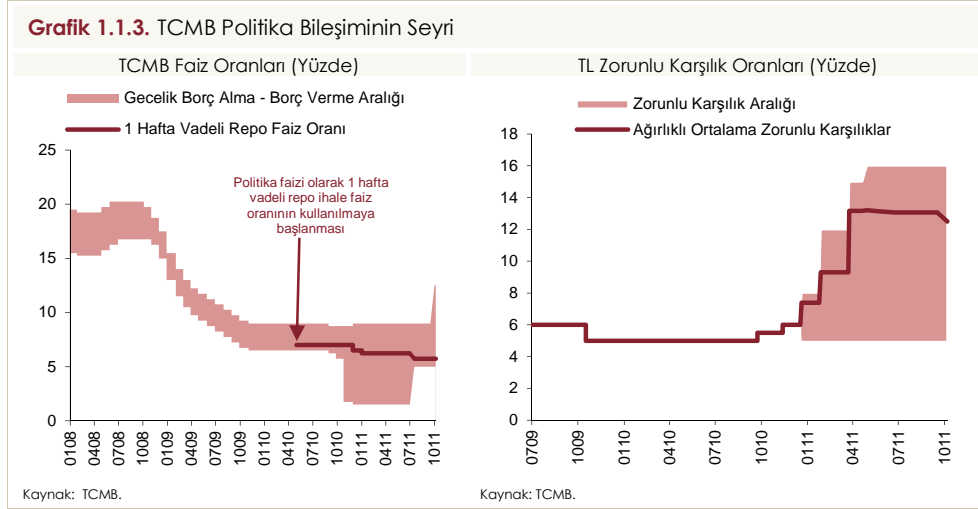


Temmuz Enflasyon Raporu'nda sunulan ana senaryoda uluslararası kuruluşların beklentileri temel alınarak küresel iktisadi faaliyetin kademeli toparlanma eğilimine devam edeceği varsayılmış, ancak küresel ekonomiye dair aşağı yönlü risklerin belirginleştiği vurgulanmıştı. Nitekim Rapor'un yayımlanmasının hemen ardından risk algılamaları hızla bozularak Euro Bölgesi'ndeki borç sorunları daha da derinleşmiş ve ana senaryoda temel alınan görünüm değişmiştir. Para Politikası Kurulu (Kurul), bu gelişmelerin finansal istikrar ve iktisadi faaliyet üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkileri sınırlamak amacıyla 4 Ağustos tarihinde önceden belirlenen takvim dışı bir toplantı yaparak kapsamlı bir önlem paketi açıklamıştır. Söz konusu önlem paketi çerçevesinde alınan tedbirlerle küresel ekonomiden kaynaklanabilecek olası bir finansal çalkantı durumunda piyasaya ihtiyacı olan likiditenin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanabilmesi için gerekli altyapı hazırlanmıştır. Kurul, aynı zamanda küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla politika faizinde ölçülü bir indirime gitmiştir (Grafik 1.1.3).

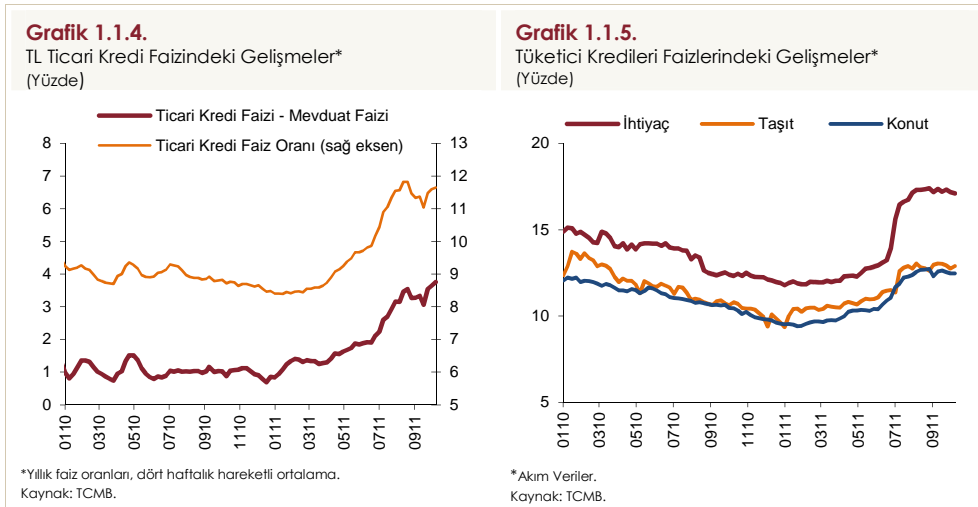
Kurul, Ağustos ve Eylül ayı toplantılarında küresel ekonomiye dair belirsizliklere dikkat çekerek, gelişmelerin yakından izlenmesinin ve gerekli politika tedbirlerinin gecikmeksizin alınmasının önem taşıdığını belirtmiştir. Bu çerçevede, aşağı yönlü risklere vurgu yapılarak küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın belirginleşmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceği ifade edilmiştir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamaya yönelik bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesini uzatmak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında da düzenlemelere gidilmiştir (Grafik 1.1.3.)

Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahındaki bozulmanın devam etmesi Türk lirasının aşırı değer kaybetmesine yol açmıştır. Değer kaybının Kasım 2010 döneminden itibaren birikimli olarak yüzde 30'lara ulaşmış olması enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya başlamıştır. Bu gelişmeye ek olarak Ekim ayında fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamaların Temmuz Raporunda öngörülenin oldukça üzerinde olması, kısa vadeli enflasyon tahminlerinde yukarı yönlü belirgin bir güncellemeyi beraberinde getirmiştir. Kurul, Ekim ayı toplantısında, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesine izin vermeyeceğini vurgulayarak, borç verme

faizlerinin önemli ölçüde artırılması yoluyla faiz koridorunun genişletilmesine karar vermiştir (Grafik 1.1.3).



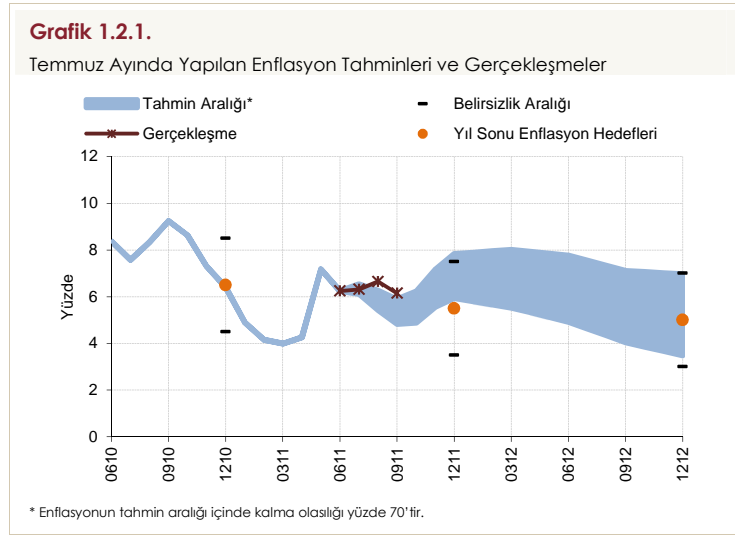
Yılın üçüncü çeyreğinde kredi faizlerindeki artış devam etmiştir (Grafik 1.1.4 ve 1.1.5). Gerek alınan tedbirlerin gecikmeli etkilerine gerekse iktisadi faaliyetteki ivme kaybına bağlı olarak kredilerin büyüme hızında kayda değer bir yavaşlama gözlenmiştir. Her ne kadar bu gelişmede mevsimsel unsurların rolü olsa da, geçmiş yıllarla yapılan kıyaslamalar gözlenen yavaşlamanın mevsimsel normallerden daha belirgin olduğuna işaret etmektedir (Grafik 1.1.2). Bu doğrultuda, döviz kuru etkisinden arındırılmış olarak yıllık kredi artış hızının öngörüldüğü gibi yılsonunda yüzde 25 seviyesine yakın gerçekleşmesi beklenmektedir.



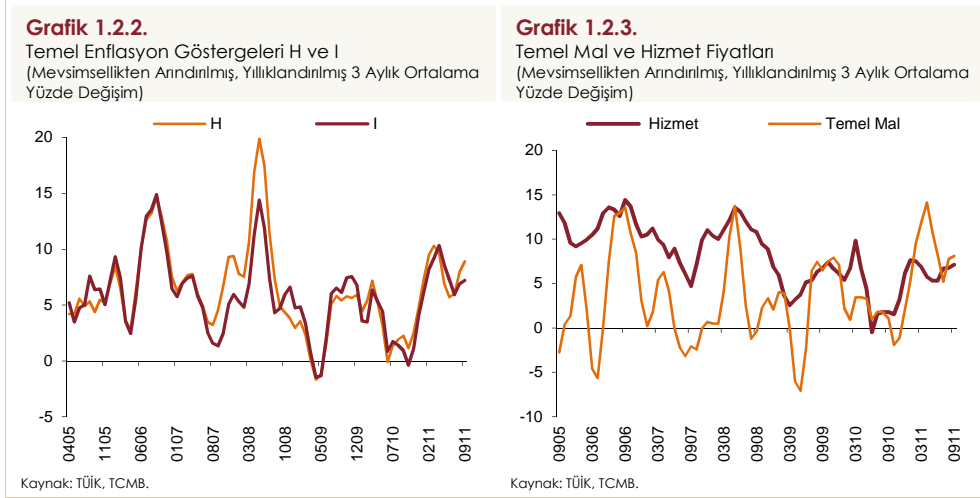
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

Yılın üçüncü çeyreğinde, temel mal fiyatları Türk lirasındaki aşırı değer kaybına bağlı olarak öngörülenin ötesinde bir artış sergilemiştir. Gıda grubu fiyatlarının yıllık artış hızı ise işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisiyle belirgin bir düşüş göstermiştir. Bu iki etkinin büyük ölçüde birbirini telafi etmesiyle enflasyon çeyrek boyunca genelde yatay bir seyir izlemiş, ancak döviz kurundaki gelişmelerin daha baskın olması nedeniyle Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülen tahmin aralığının sınırlı bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1).



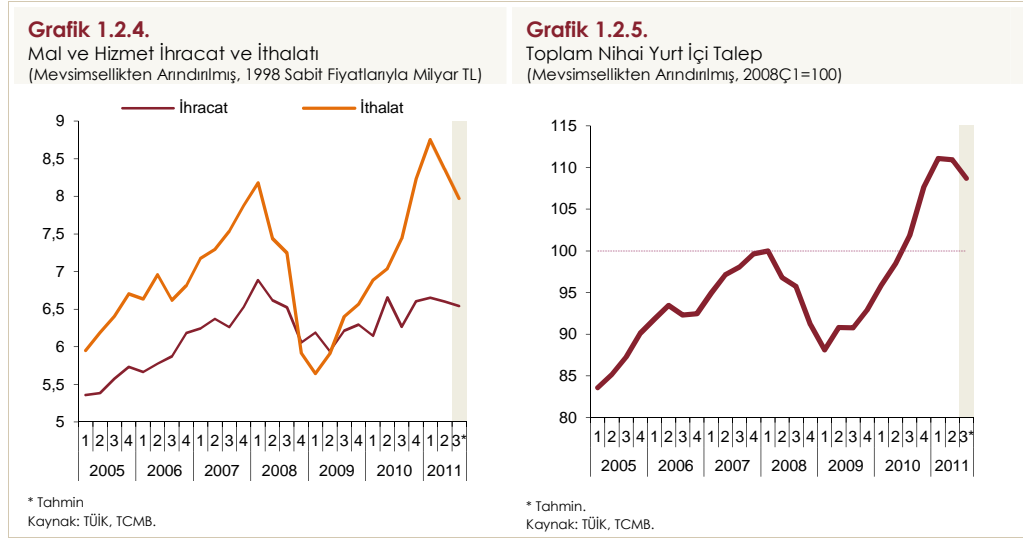
Yılın üçüncü çeyreğinde döviz kuru gelişmelerine bağlı olarak temel enflasyon göstergelerinin ana eğilimi de yükseliş göstermiştir (Grafik 1.2.2). Bu gelişme esas olarak temel mal fiyatlarındaki artıştan kaynaklanırken, hizmet enflasyonunun ana eğilimi görece olarak daha ılımlı seyretmiştir (Grafik 1.2.3). Türk lirasındaki değer kaybı temel mal fiyatlarının bütün alt gruplarına yansırken hizmet grubunda sadece ulaştırma hizmetleri üzerinde etkili olmuş, Ekim ayına kadar ikincil etkiler sınırlı kalmıştır.



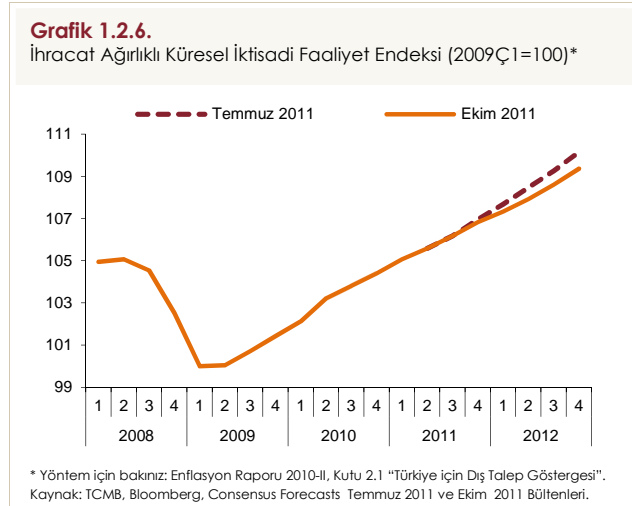
### Arz ve Talep Gelişmeleri

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, 2011 yılının ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyetin Temmuz Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüme kıyasla daha güçlü olduğuna işaret etmiştir. Dolayısıyla, bu döneme ilişkin çıktı açığı tahminleri yukarı yönlü güncellenmiştir. İktisadi faaliyet bir önceki döneme kıyasla artış hızı yavaşlayarak da olsa güçlü seyrini korumuş, büyümenin temel belirleyicisi özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları olmuştur. Küresel ekonomideki gelişmelere bağlı olarak ihracat zayıf seyrederken, alınan tedbirler sonrasında iç talepteki yavaşlamanın etkisiyle ithalatta kayda değer bir gerileme gözlenmiştir. Bu doğrultuda, uzun bir aradan sonra ilk defa net dış talep büyümeye çeyreklik bazda pozitif katkı yapmıştır. Diğer bir ifadeyle, büyümenin kompozisyonu arzu edilen yönde değişmeye başlamıştır (Grafik 1.2.4).

Sıkılaştırıcı zorunlu karşılık ve likidite politikalarının gecikmeli etkilerine bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi talep yavaşlamaya devam etmiştir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) aldığı tedbirlerin ve maliye politikasındaki sıkı duruşun da katkısıyla, yılın üçüncü çeyreğinde iç talep büyümesi sürdürülebilir bir seviyeye getirilmiştir. Bu dönemde kredi, üretim ve satış verileri ile güven endeksleri özel tüketim talebindeki ivme kaybının sürdüğüne işaret etmiştir. Bu çerçevede, yılın üçüncü çeyreğinde yurt içi talebin yavaşlamaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır (Grafik 1.2.5).



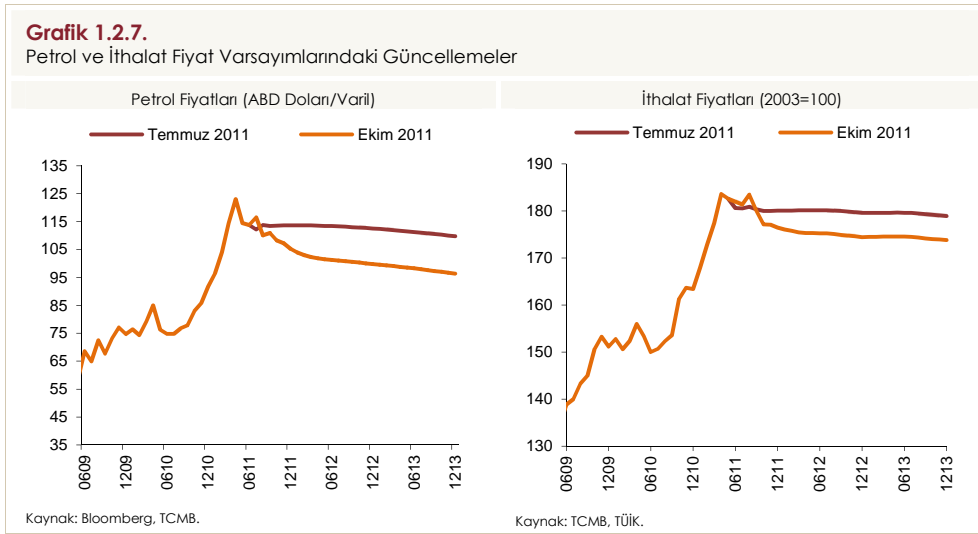
Yılın üçüncü çeyreğinde küresel büyüme tahminleri özellikle gelişmiş ülkeler kaynaklı olarak belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlar dış talebimizde bir önceki döneme kıyasla daha zayıf bir orta vadeli görünüme işaret etmektedir (Grafik 1.2.6). Dolayısıyla, tahminler üretilirken dış talebin bir önceki döneme kıyasla daha zayıf seyrettiği bir görünüm esas alınmıştır.



Sonuç olarak, çıktı açığı kısa vade için yukarı yönlü, orta vade için ise aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu güncelleme 2011 yılsonu enflasyon tahmininde kayda değer bir değişikliğe yol açmazken, 2012 yılsonu tahmini üzerinde 0,2 puan aşağı yönlü etkide bulunmuştur.

## Emtia ve Gıda Fiyatları

Petrol fiyatlarındaki son dönem gelişmeleri ve vadeli fiyatlar göz önüne alınarak petrol fiyatları varsayımı 2011 yılı için varil başına 115 ABD dolarından 110 ABD dolarına, 2012 yılı için ise 115 ABD dolarından 100 ABD dolarına çekilmiştir. Aynı doğrultuda, ithalat fiyatları da aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.7). Bu güncellemeler, 2011 yılsonu enflasyon tahminini 0,1 puan, 2012 yılsonu enflasyon tahminini ise 0,2 puan düşürücü yönde etkilemiştir. Ayrıca, gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair varsayımımız yüzde 7,5 olarak korunmuştur.



## Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Temmuz Enflasyon Raporu'nda tütün ürünleri fiyat artışının enflasyon hedefi ile uyumlu gerçekleşeceği ve enflasyona katkısının 0,3 puan civarında olacağı varsayılmıştı. Ancak, yakın dönemdeki gelişmeler dikkate alınarak söz konusu katkı tahmini 0,9 puana güncellenmiştir. Bu gelişme kısa dönemli enflasyon tahminlerine 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur.

Orta vadeli tahminler üretilirken ise maliye politikasına ilişkin olarak Orta Vadeli Program (OVP) varsayımları temel alınmıştır. Dolayısıyla, faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının 2012 yılından itibaren kademeli olarak azaltıldığı, kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün sürdüğü, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler yapılırken vergi ayarlamalarının ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olduğu bir görünüm çizilmiştir.

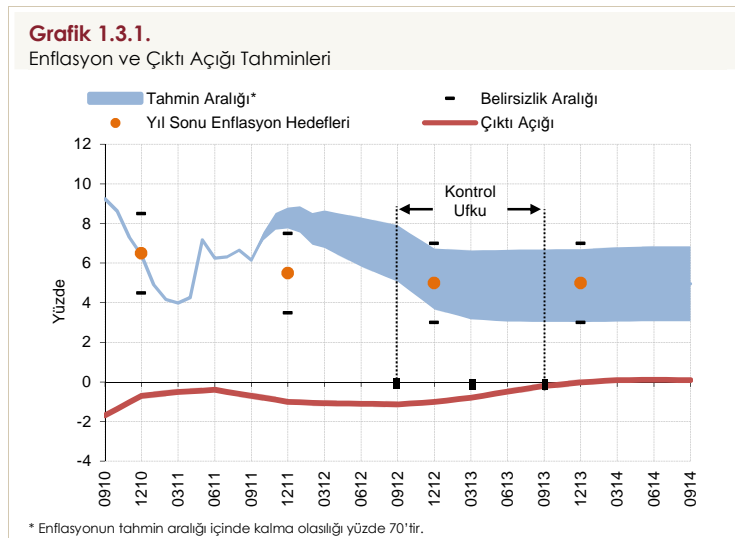
### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

#### Kısa Vadeli Enflasyon Tahmini

Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne küresel risk iştahındaki bozulma ile birlikte gelişmekte olan ülkelerden hızlı sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu doğrultuda Türk lirasındaki aşırı değer kaybı belirginleşmiştir. Söz konusu gelişme yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat artışlarının da etkisiyle fiyatlama davranışlarının bozulması riskini artırmıştır. Bu durum karşısında TCMB, güçlü bir politika tepkisi vererek Ekim ayı Para Politikası Kurulu toplantısında borç verme faizini belirgin şekilde yükseltmiştir (Grafik 1.1.3). Parasal sıkılaştırmanın enflasyon baskılarını sınırlaması beklense de, kısa vadede işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisinin de katkısıyla yıllık enflasyonun yükseleceği öngörülmektedir. Bu doğrultuda enflasyonun yılsonunda yüzde 8,3 düzeyinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

#### Orta Vadeli Tahminler

Tüketici kredilerinin yıllık büyüme hızının kademeli olarak yavaşlamaya devam ettiği ve Ekim ayında alınan politika tedbirleri çerçevesinde yılın son çeyreğinde parasal koşullarda belirgin bir sıkılaştırma yapıldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 7,8 ile yüzde 8,8 aralığında (orta noktası yüzde 8,3), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,7 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (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.

Tahminler üretilirken TCMB'nin politika duruşunun ikincil etkilerin ortaya çıkmayacak şekilde belirlendiği varsayılmıştır. Bunun yanı sıra, küresel ekonominin zayıf görünümü dikkate alındığında, emtia fiyatlarının genel seyrinin de enflasyondaki düşüşü desteklemesi beklenmektedir (Tablo 1.3.1). Bu görünüm altında, enflasyonun 2012 yılının başlarından itibaren kademeli olarak düşüşe geçeceği ve 2012 yılının sonunda hedefe yakın gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 1.3.1).

**Tablo 1.3.1.**

Yılloncu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

	2011	2012
<b>Temmuz 2011 ER Tahmini</b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>
Tütün Ürünleri Ek Vergi Ayarlaması	0,6	-
Döviz Kuru Gelişmeleri	0,9	0,4
Emtia Fiyatları	-0,1	-0,2
Çıktı Açığı	-	-0,2
<b>Ekim 2011 ER Tahmini</b>	<b>8,3</b>	<b>5,2</b>

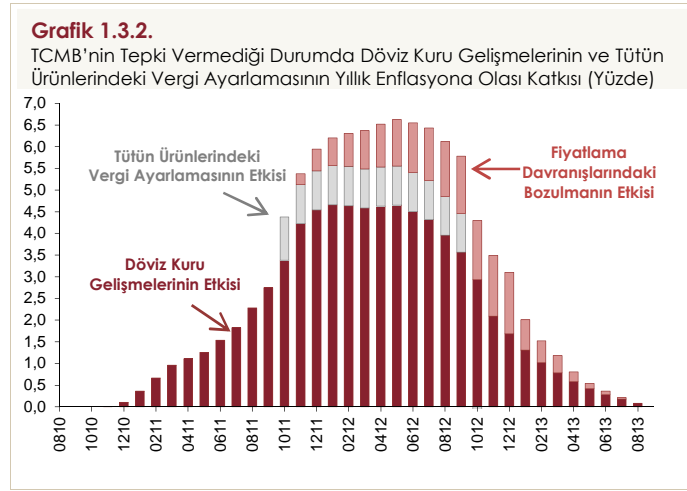
Kaynak: TCMB.

Özetle, temelde döviz kuru gelişmelerine ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki artışlara bağlı olarak kısa vadede enflasyon tahmin patikası yukarı yönlü güncellenmiştir. Söz konusu etkilerin kalıcı bir enflasyon artışından ziyade enflasyonu geçici süre etkileyecek görece fiyat hareketlerini yansıttığı vurgulanmalıdır. Zira, TCMB'nin son dönemde verdiği güçlü politika tepkisi dahilinde yılın son çeyreği için varsayılan parasal sıkılaştırma, ikincil etkilerin ortaya çıkmasını engelleyecektir.

### TCMB Politika Tepkisi Vermeseydi Enflasyon Ne Olurdu?

Son dönemde TCMB'nin politika duruşunun sıkılaşması temelde döviz kurundan gelen enflasyon baskılarının beklentileri bozmasını engellemeye yönelik bir adımdır. Bu noktada, TCMB'nin tedbir almadığı durumda enflasyonun hangi noktaya gidebileceği sorusuna yanıt verilmesi önem kazanmaktadır. Bu hususun daha net anlaşılması açısından, Grafik 1.3.2 TCMB'nin uzun süre tepki vermediği durumda, döviz kuru ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarından kaynaklanabilecek birikimli fiyat etkilerini göstermektedir.

Buna göre, TCMB'nin politika önlemi almaması halinde 2011 yılı sonunda söz konusu unsurların enflasyona katkısının yaklaşık 6 puana ulaşabileceği hesaplanmaktadır. Bu senaryo altında TÜFE enflasyonu ise temelde döviz kurundaki aşırı değer kaybına bağlı olarak, enflasyon beklentilerindeki bozulmanın da etkisiyle, yılsonunda yüzde 10,1 ile çift haneli rakamlara ulaşmaktadır (Tablo 1.3.2). Böyle bir durumda, ülkemizde hizmet sektöründeki geriye dönük fiyatlandırma davranışları da göz önüne alındığında, enflasyonun uzun süre yüksek seviyelerde kalması söz konusu olabilecek ve beklentiler bozularak son yıllarda fiyat istikrarı yolunda büyük fedakarlıklarla elde edilen kazanımların kaybedilmesi söz konusu olacaktı. Dolayısıyla, enflasyonu tekrar makul seviyelere çekmenin maliyeti çok daha yüksek olabilecekti. İşte bu nedenle TCMB, bütün bu olumsuz gelişmelere izin vermemek için Ekim ayında döviz piyasasına aktif bir şekilde müdahalede bulunmuş ve fiyat istikrarı temel önceliği doğrultusunda gecelik borç verme faizlerini artırarak güçlü bir politika tepkisi vermiştir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde de enflasyonun kontrol altında tutulması ve enflasyon hedeflerine ulaşılması için gereken her türlü tedbir alınacaktır.

**Tablo 1.3.2.**

TCMB'nin Politika Tepkisi Vermediği Durumda Enflasyon Tahminindeki Güncelleme ve Kaynakları

	2011	2012
<b>Temmuz 2011 ER Tahmini</b>	<b>6,9</b>	<b>5,2</b>
Tütün Ürünleri Ek Vergi Ayarlaması	0,6	-
Döviz Kuru Gelişmeleri	2,2	1,5
Emtia Fiyatları	-0,1	-0,2
Çıktı Açığı	-	-0,1
Fiyatlandırma Davranışlarındaki Bozulma	0,5	1,4
<b>TCMB'nin Tepki Vermediği Durumdaki Tahmin</b>	<b>10,1</b>	<b>7,8</b>

Kaynak: TCMB.

## 1.4. Riskler ve Para Politikası

Enflasyonun kısa vadede hedefin üzerinde seyredecek olması enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışları üzerinde risk oluşturmaktadır. TCMB, Ekim ayı itibarıyla bu riskleri bertaraf etmeye yönelik bir politika duruşuna geçmiştir. Önümüzdeki dönemde de söz konusu riskler dikkatle takip edilecek ve orta vadeli enflasyon görünümünün bozulmaması için gerekli tedbirler alınacaktır.

Raporda orta vadeli görünüm sunulurken küresel iktisadi faaliyetin uzunca bir müddet zayıf seyredeceği ancak mevcut duruma kıyasla ek bir kötüleşme olmayacağı varsayılmıştır. Bununla birlikte, küresel ekonomiye dair belirsizlikler önemini korumaya devam etmektedir. Özellikle euro bölgesi ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar küresel ekonomiye dair riskleri canlı tutmaktadır. Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bugüne euro bölgesi ülkelerinde kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler daha da artmış ve sorunların bölge bankacılık sektörüne sirayet edeceği yönündeki algılamalar güçlenmiştir. Euro Bölgesi bankacılık sektöründeki sorunların giderilememesi ve bu durumun bir yayılma etkisiyle birlikte küresel sorunları daha da derinleşirmesi önemli bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. TCMB, küresel ekonomideki gelişmeleri yakından izleyerek 4 Ağustos 2011 tarihli ara toplantıda belirlenen strateji çerçevesinde, yurt içi piyasalardaki istikrarı sağlamak için gerekli politika tedbirlerini gecikmeksizin almaya devam edecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. 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 disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeye katkıda bulunarak makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını destekleyecektir. Mali disiplinin devamı aynı zamanda

para politikasının hareket alanını genişletecek ve uzun vadeli faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, yeni açıklanan OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.