

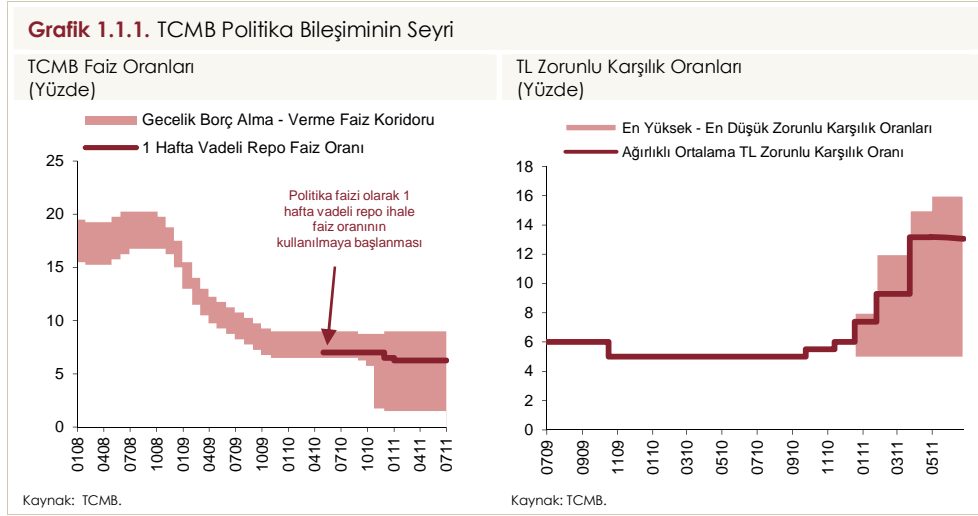
1. Genel Değerlendirme

2011 yılının ikinci çeyreğinde küresel büyüme hızı yavaşlarken gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerindeki ayrışma sürmüştür. Bu dönemde başta Yunanistan olmak üzere euro bölgesinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin artması ve ABD emek piyasasındaki toparlanmanın öngörülenden daha yavaş olacağına anlaşılması küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bu doğrultuda, gelişmiş ekonomilerde para politikalarında normalleşme sürecinin ötelenebileceğine dair algılar güçlenmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler ise bir yandan güçlü iç talep ve yüksek seyreden emtia fiyatları sonucu artış eğilimine giren enflasyon karşısında para politikalarında sıkılaşma sürecine devam ederken, diğer yandan küresel makroekonomik dengesizliklerin yurt içi piyasalara yansımalarını sınırlamak amacıyla makro riskleri azaltıcı önlemlere başvurmaktadır.

1.1. Para Politikası Gelişmeleri ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda hızlanan kredi genişlemesi ve artan cari açık gibi unsurların ülkemiz ekonomisi üzerinde oluşturduğu makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, 2010 yılının sonlarından itibaren yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya başlamıştır. Yeni politika yaklaşımında fiyat istikrarı önceliği korunurken finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmektedir. Bu kapsamda politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık oranları ve faiz koridoru gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçlar bir arada kullanılmaya başlamıştır.

TCMB, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı ve kısa vadeli sermaye girişlerinin yol açtığı riskleri sınırlamak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılık oranlarını kullanarak parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu strateji, orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadan ekonomiyi kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna doğru yönlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında belirgin bir artış gerçekleştirilmiş ve parasal duruş daha temkinli bir konuma getirilmiştir (Grafik 1.1.1).



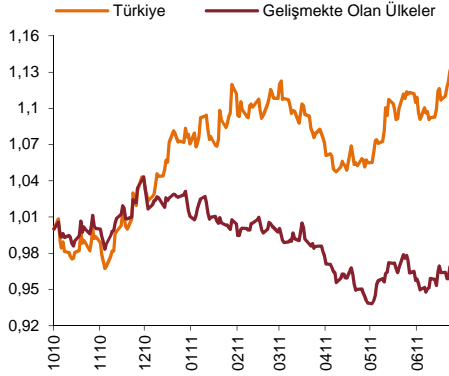
Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun (BDDK) kredi teminat oranı, genel karşılıklar ve sermaye yeterliliği hesaplaması ile ilgili aldığı tedbirler ile maliye politikasındaki sıkı duruş da TCMB'nin uyguladığı politika bileşimini destekleyerek iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunmaktadır. Uygulanan politika bileşiminin etkileri yılın ikinci çeyreğinde hissedilmeye başlamıştır.

Para Politikası Kurulu (Kurul), iktisadi faaliyetteki yavaşlamayı ve küresel ekonomide giderek artan belirsizlikleri göz önüne alarak Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana politika faizinde ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında bir değişikliğe gitmemiştir. Ayrıca Kurul, Temmuz ayı toplantısında küresel risklere yaptığı vurguyu güçlendirerek, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılmasının söz konusu olabileceğini ifade etmiştir.

TCMB'nin uyguladığı politikaların bir yansıması olarak, yılın ikinci çeyreğinde Türk lirasının değeri benzer grupta yer alan ülkelerden arzu edilen doğrultuda ayrılmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.2). Bu gelişme, diğer kurumlarca alınan koordineli tedbirlerle birlikte, iç ve dış talebin dengelenmesine katkıda bulunmaktadır. Nitekim, yılın ikinci çeyreğine dair açıklanan öncü veriler reel olarak ithalattaki yükselişin durduğuna ihracatın ise artmaya devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik 1.1.3).

Grafik 1.1.2.

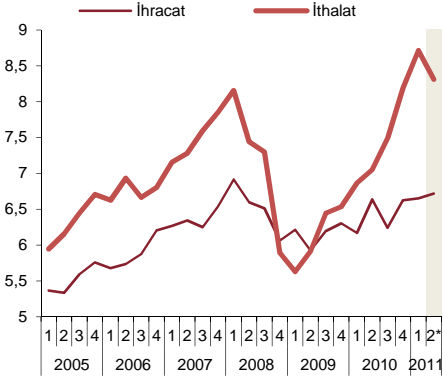
TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri*
(ABD doları karşısında, 01.10.2010 değerleri 1'e normalize edilmiştir)



* Gelişmekte olan ülkeler ortalaması, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G. Afrika, Endonezya, G. Kore ve Kolombiya para birimlerinin normalize edilmiş ortalamaları alınarak hesaplanmıştır.
Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Grafik 1.1.3.

Mal ve Hizmet İhracat ve İthalatı
(Mevsimsellikten Arındırılmış, 1998 Sabit Fiyatlarıyla Milyar TL)

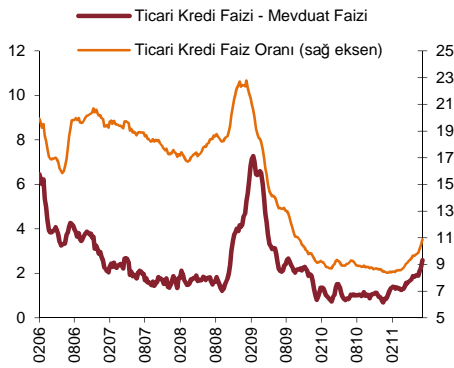


* Tahmin.
Kaynak: TÜİK, TCMB.

Gerek TCMB'nin gerekse BDDK'nın aldığı tedbirlerle yılın ikinci çeyreğinde kredi koşulları sıkılaşmaya devam etmiştir (Grafik 1.1.4). Her ne kadar yılın ikinci çeyreğinde kredilerin artış hızı henüz finansal istikrar açısından makul görülen oranlara inmemiş olsa da, süregelen sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle yılın ikinci yarısında kredi kullanımının ivme kaybetmeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Nitekim, son dönemde tüketici kredisi faizlerinde belirgin bir artış gözlenmektedir (Grafik 1.1.5).

Grafik 1.1.4.

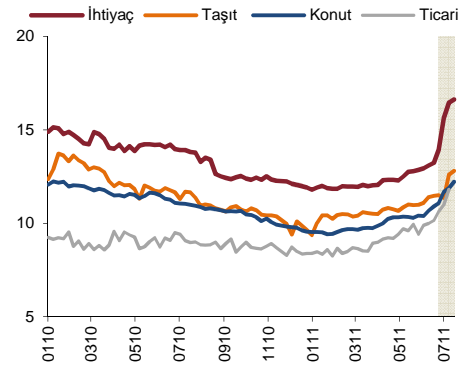
TL Ticari Kredi Faizindeki Gelişmeler*



*Yıllık faiz oranları, dört haftalık hareketli ortalama.
Kaynak: TCMB.

Grafik 1.1.5.

TL Kredi Faizindeki Gelişmeler*

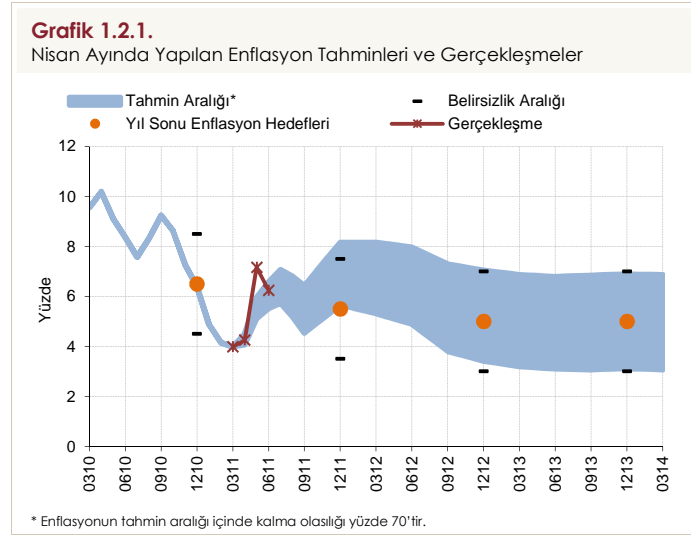


*Akım Verileri, Yüzde.
Kaynak: TCMB.

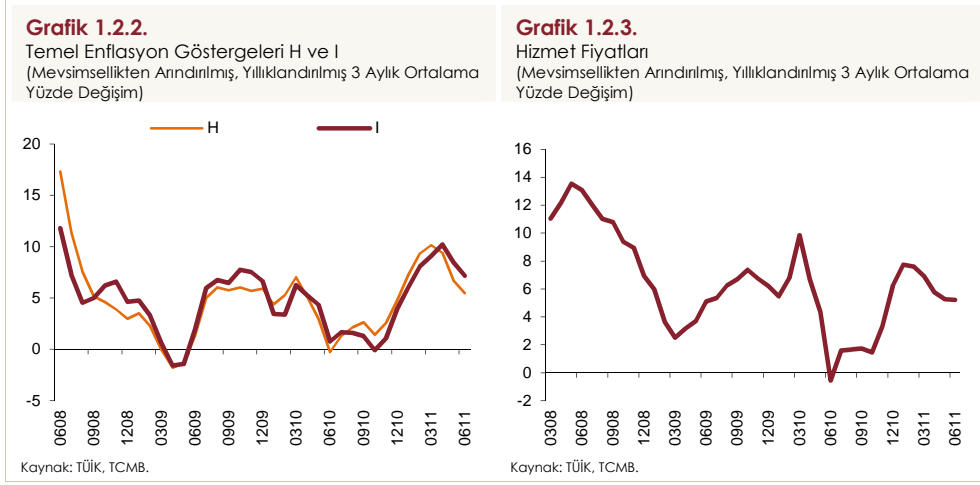
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Yılın ikinci çeyreğinde ithalat fiyatlarının birikimli yansımaları, gıda fiyatlarındaki artışlar ve baz etkisi nedeniyle enflasyon yukarı yönlü bir seyir izleyerek yüzde 6,24 düzeyine yükselmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşırı oynaklığa bağlı olarak enflasyonda beklentilerin üzerinde bir dalgalanma gözlene de çeyrek sonu itibarıyla enflasyon, Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülen düzeye oldukça yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1).



Uluslararası emtia fiyatlarındaki artışların ve Türk lirasındaki değer kaybının temel mal fiyatları üzerindeki yansımaları ikinci çeyrekte de sürmüş, ancak ikincil etkiler bu aşamada sınırlı kalmıştır. Temel (çekirdek) enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranları yükselse de mevsimsellikten arındırılmış veriler yakın dönemde yavaşlama eğilimine işaret etmiştir (Grafik 1.2.2). Bunun yanı sıra, hizmet enflasyonunun yakın dönem eğilimi de tarihsel olarak düşük düzeylerde seyretmektedir (Grafik 1.2.3).



Arz ve Talep Gelişmeleri

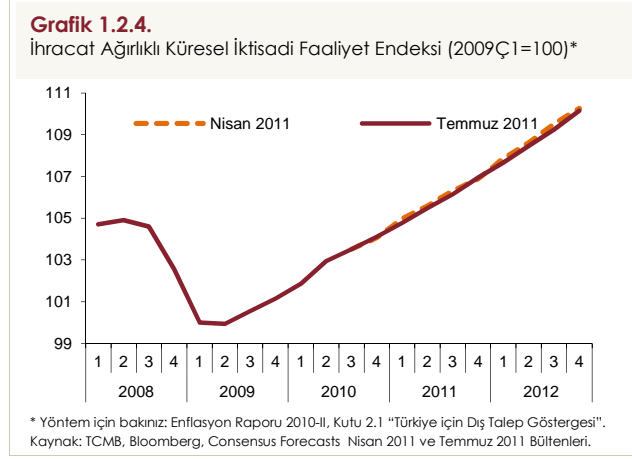
2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri, Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu gerçekleşmiştir. Bu dönemde iktisadi faaliyet bir önceki dönem eğilimine kıyasla artış hızı yavaşlayarak da olsa güçlü seyrini korurken, büyümenin temel belirleyicisi özel kesim talebi olmuştur. Buna karşılık ihracat zayıf seyrini sürdürmüş, ithalattaki hızlı büyümenin devam etmesiyle net dış talep büyümeye olumsuz katkı yapmıştır. Bu dönemde toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışmanın sürmesi, uygulanan yeni politika bileşiminin gerekliliğini teyid etmiştir.

Sıkılaştırıcı politikaların gecikmeli etkilerine ve dış talebin zayıf seyrine bağlı olarak yılın ikinci çeyreğinde iktisadi faaliyet yavaşlama eğilimine girmiştir. Bu dönemde sanayi üretimi ve kapasite kullanım oranları uzun süreden beri çeyreklik bazda ilk defa gerilemiştir. Bu çerçevede, ikinci çeyreğe dair çıktı açığı tahminlerimiz bir önceki döneme kıyasla sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir.

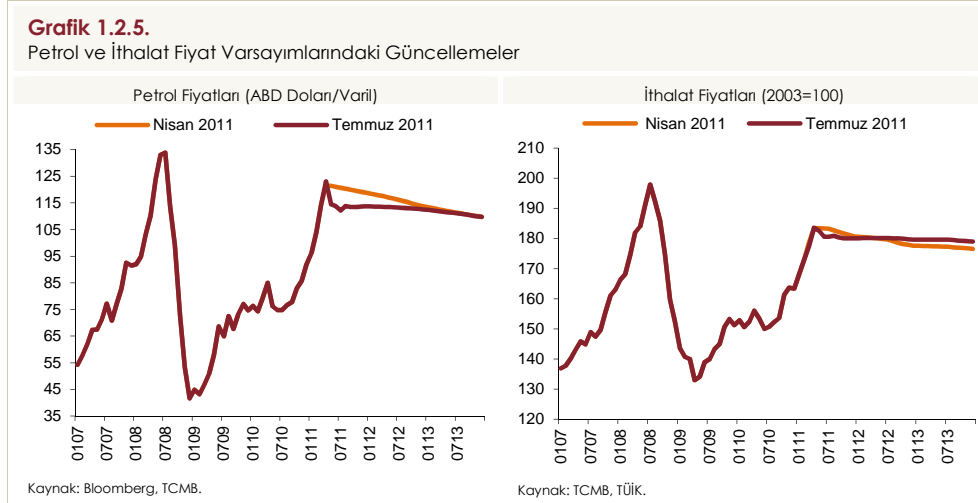
Diğer Varsayımlardaki Güncellemeler

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü risklerin artmasına rağmen küresel iktisadi büyüme tahminlerindeki aşağı yönlü güncellenmenin bu aşamada oldukça sınırlı kaldığı gözlenmektedir (Grafik 1.2.4). Bu doğrultuda, Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda belirgin bir değişim olmamıştır. Dolayısıyla, orta vadede dış talep koşullarına ilişkin

varsayımlarda enflasyon tahminlerine etki edecek önemli bir güncelleme yapılmamıştır.



2011 yılı ve sonrası için petrol fiyatlarına dair varsayım varil başına 115 ABD doları olarak korunurken, vadeli piyasalardaki emtia fiyatları referans alınarak oluşturulan ithalat fiyatlarında da belirgin bir güncelleme yapılmamıştır (Grafik 1.2.5). Ayrıca, 2011 yıl sonu ve sonrası için gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5 düzeyinde tutulmuştur.



Sonuç olarak, enflasyonu etkileyen unsurların görünümünde önemli bir güncelleme olmaması nedeniyle 2011 yıl sonu enflasyon tahminlerinde bir değişikliğe gidilmemiştir.

Maliye Politikası

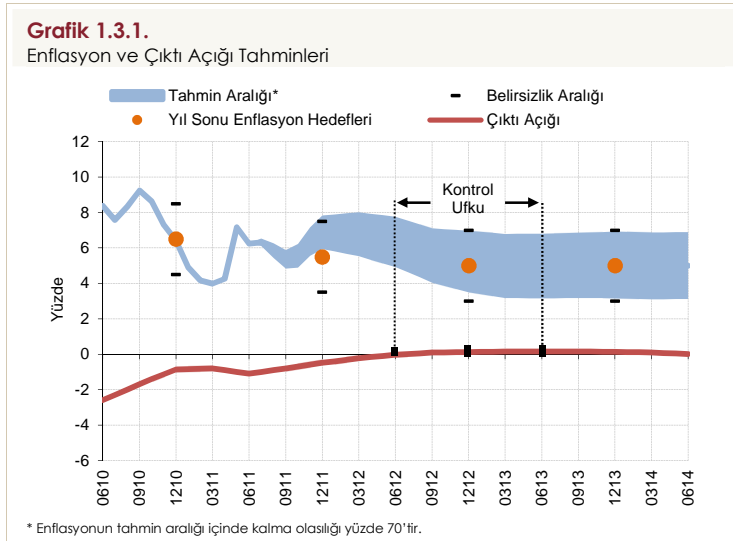
Enflasyon tahminleri üretilirken önümüzdeki dönemde kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen gelirin büyük bir

bölümünün kamu borcunun azaltılmasında kullanılacağı, dolayısıyla maliye politikasının sıkılaştırılacağı varsayılmıştır. Faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının sınırlı ölçüde gerilediği, kamu borcunun GSYİH'ye oranındaki düşüşün sürdüğü, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçeve esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Mevcut konjunktürde kredilerin artış hızının yavaşlatılması, gerek iç talebin kontrol altına alınarak enflasyon baskılarının azaltılması gerekse aşırı borçlanmanın önlenerek makro finansal risklerin sınırlanması bakımından önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, birden fazla politika aracının aynı anda kullanılıyor olması da tahminlerin arka planında yatan finansal ve parasal koşulların iletişimi açısından kredilerin önemini artırmaktadır. Dolayısıyla, bu raporda da enflasyon tahminleri sunulurken kredi büyümesine ilişkin varsayılan rakam kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Bu çerçevede, kredilerin yıllık büyüme hızının 2011 yılı sonunda yüzde 25 düzeyine indiği, politika faizinin ise yıl sonuna kadar sabit tutulduğu varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,9 ile yüzde 7,9 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,5 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, tahminlerimize temel oluşturan varsayımlarda belirgin bir güncelleme olmaması nedeniyle enflasyon tahmin patikasında Nisan Enflasyon Raporu'na kıyasla belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde krediler arzu edilen ölçüde yavaşlamamış olsa da, gerek TCMB'nin aldığı tedbirlerin gecikmeli etkilerine gerekse BDDK'nın tüketici kredilerine ilişkin almış olduğu tedbirlere bağlı olarak önümüzdeki dönemde kredilerin artış hızında belirgin bir yavaşlama olması beklenmektedir.

2011 yılının ikinci yarısında temelde gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle enflasyonun dalgalı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Gıda fiyatlarının yıllık artış oranının üçüncü çeyrekte düşeceği, son çeyrekte ise yukarı yönlü bir hareket sergileyeceği tahmin edilmektedir. Grafik 1.3.1'de görüldüğü gibi, bu dalgalanmaların enflasyonun seyri üzerinde belirleyici olması beklenmektedir.

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

Mevcut konjunktürde risk unsurları ve bunlara bağlı para politikası tedbirleri ele alınırken hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı gözetilen bir çerçeve benimsenmektedir. Bu kapsamda olası risk unsurlarının sadece toplam talep üzerindeki etkileri değil, aynı zamanda talep kompozisyonu üzerindeki yansımaları da dikkate alınmaktadır. Zira toplam talebin seviyesi fiyat istikrarını, kompozisyonu ise finansal istikrarı doğrudan ilgilendirmektedir. Dolayısıyla, küresel ekonomiye ilişkin riskler de bu kapsamda değerlendirilmektedir.

Enflasyon tahminleri üretilirken, ana senaryoda uluslararası kuruluşların beklentileri temel alınarak küresel iktisadi faaliyette ikinci çeyrekte gözlenen yavaşlamanın büyük ölçüde geçici olacağı varsayılmıştır. Ancak, Nisan

Enflasyon Raporu'ndan bu yana yaşanan gelişmeler küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir.

Gelişmiş ülkelerde kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunlar henüz tam olarak çözülememiştir. Bunun yanı sıra birçok ülkede kamu maliyesi dinamiklerine ilişkin endişeler gündemde kalmaya devam etmektedir. Özellikle son dönemde euro bölgesi çevre ülkelerinin kamu borcuna ilişkin giderek artan sorunlar, küresel ekonomiye dair aşağı yönlü riskleri belirginleştirmiştir. Bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin risk iştahını olumsuz etkilemeye devam etmesi halinde faiz koridoru kademeli olarak daraltılabilecektir. Ayrıca, gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde kullanılması söz konusu olabilecektir.

Euro bölgesindeki borç sorunlarının küresel boyutta bir krize dönüşmeden çözümlenmesi durumunda dahi, önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetinin uzun süre zayıf seyretmesi, buna karşılık gelişmekte olan ülkelerde iç talep kaynaklı büyümenin devam etmesi ihtimal dahilindedir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli spekülâtif sermaye girişlerinin yeniden hızlanması söz konusu olabilecektir. Zayıf dış talep ve yüksek emtia fiyatları anlamına gelebilecek böyle bir durum, ülkemizde artan sermaye girişleri ile birlikte makro finansal riskleri besleyebilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde, fiyat istikrarı ve finansal istikrara dair riskleri sınırlamak amacıyla düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılıklar uygulamasına uzun süre devam edilebilecektir.

Döviz kuru ve ithalat fiyatlarındaki gelişmeler 2010 yılının son çeyreğinden bu yana temel (çekirdek) enflasyon göstergelerini olumsuz etkilemektedir. Hazır giyim ve kumaş ithalatına yönelik olarak yapılan ek vergi artışları da önümüzdeki dönemde temel enflasyon göstergelerinin yüksek seyretmesine neden olabilecek bir diğer unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Mevcut durumda temel enflasyon göstergelerindeki artış görece fiyat hareketlerinden kaynaklanmakta, toplam talep koşullarının mevcut düzeyi söz konusu fiyat hareketlerinin ikincil etkilerini kontrol altında tutmaktadır. Bununla birlikte, temel enflasyonun önümüzdeki kısa dönemde artmaya devam edecek olması, enflasyon beklentileri ve fiyatlandırma davranışları üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon görünümünü tehdit etmesi durumunda TCMB, para politikasını sıkılaştırmakta tereddüt etmeyecektir.

Sıkılaştırmada kullanılacak araçların bileşimini iç talep, sermaye hareketleri, cari denge ve kredilerin seyri belirleyecektir.

Süregelen sıkılaştırıcı tedbirlerin krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci yarısında daha da belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, etkinin boyutu ve zamanlaması para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Alınan önlemlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki gecikmeli etkileri yakından izlenmeye devam edilecek ve gerektiği takdirde ilave tedbirler alınacaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından mali disiplinin sürdürülmesi önemini korumaktadır. Gerek kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması yasası kapsamında elde edilen kaynağın gerekse güçlü seyreden iç talebin sağladığı ek gelirlerin tasarruf edilmesi, fiyat istikrarına ve finansal istikrara dair riskleri azaltacağı gibi mevcut politika bileşiminin etkinliğini de artıracaktır. Bu çerçevede, Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri ek bütçe gelirlerinin büyük oranda tasarruf edileceğini varsaymaktadır. Mali duruşun 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 sürdürüleceğine dair taahhütlerin yerine getirilmesi 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 faizlerin düşük düzeylerde kalıcı olmasını sağlayarak toplumsal refahı destekleyecektir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın (OVP) ve Avrupa Birliği müktesebatının gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.