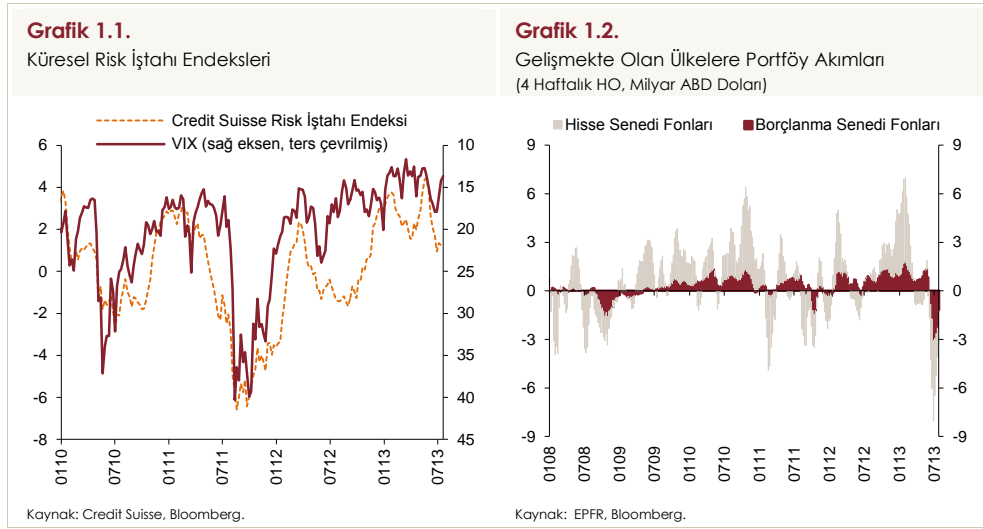


1. Genel Değerlendirme

Yılın ikinci çeyreğinde küresel para politikasına dair gelişmeler finansal piyasalar üzerinde belirleyici olmuştur. Küresel ekonomide süregelen kırılganlıklar ve gelişmiş ülkelerin para politikalarına dair artan belirsizlik sonucu risk iştahındaki oynaklık artmıştır (Grafik 1.1). Özellikle ABD Merkez Bankası'nın tahvil alımlarını yakın bir gelecekte azaltabileceğine dair verdiği sinyaller Mayıs ayından itibaren gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışına yol açmıştır (Grafik 1.2).



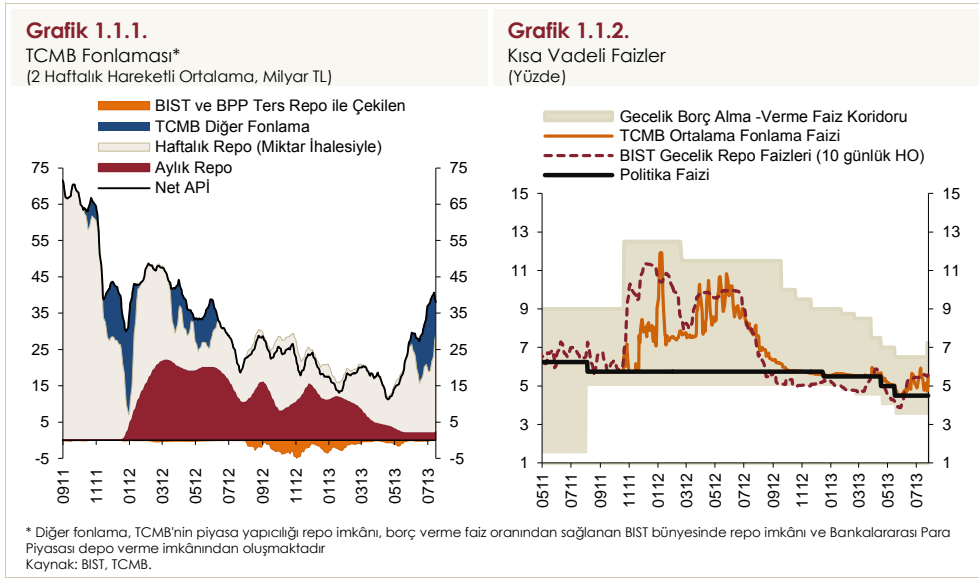
Küresel iktisadi faaliyet zayıf seyrini korurken küresel büyümeye dair tahminler aşağı yönlü güncellenmektedir. ABD ekonomisindeki istikrarlı büyümeye rağmen, gerek Euro Bölgesi ekonomilerindeki zayıf seyir gerekse gelişmekte olan ülkelere yavaşlama eğilimi sürmektedir. Son dönemde sermaye hareketlerinde gözlenen oynaklık kredi ve beklenti kanalı üzerinden gelişmekte olan ülke ekonomilerine dair aşağı yönlü riskleri artırmaktadır. Böyle bir konjonktürde hem fiyat istikrarını koruyabilmek hem de finansal istikrarı gözetebilmek açısından çok araçlı ve esnek bir politika çerçevesine sahip olmanın önemi devam etmektedir.

1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılının sonlarından itibaren tasarladığı makro finansal riskleri de gözeterek para politikası çerçevesini uygulamaya devam etmektedir. Bu doğrultuda, özellikle sermaye akımlarındaki

oyunaklığın fiyat istikrarını ve finansal istikrarı bozucu etkilerinin sınırlandırılmasına özel önem atfedilmektedir.

2012 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren enflasyon görünümünün iyileşmesi ve sermaye girişlerinin güçlenmesi nedeniyle TCMB kademeli olarak parasal genişlemeye gitmiştir. Bu süreçte küresel risk iştahına bağlı olarak dönem dönem dalgalanmalar gözlemlense de likidite politikasının büyük ölçüde destekleyici olduğu ve piyasaya ihtiyacından daha fazla fonlama yapılarak gecelik piyasa faizlerinin koridorun alt sınırına yakın olmasının sağlandığı görülmektedir (Grafik 1.1.1 ve Grafik 1.1.2). 2013 yılının Mayıs ayına kadar kısa vadeli faiz oranları daha düşük seviyelere indirilirken TCMB ortalama fonlama faizi düşürülmüştür. Ayrıca sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması amacıyla da Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK) kademeli olarak artırılmıştır.

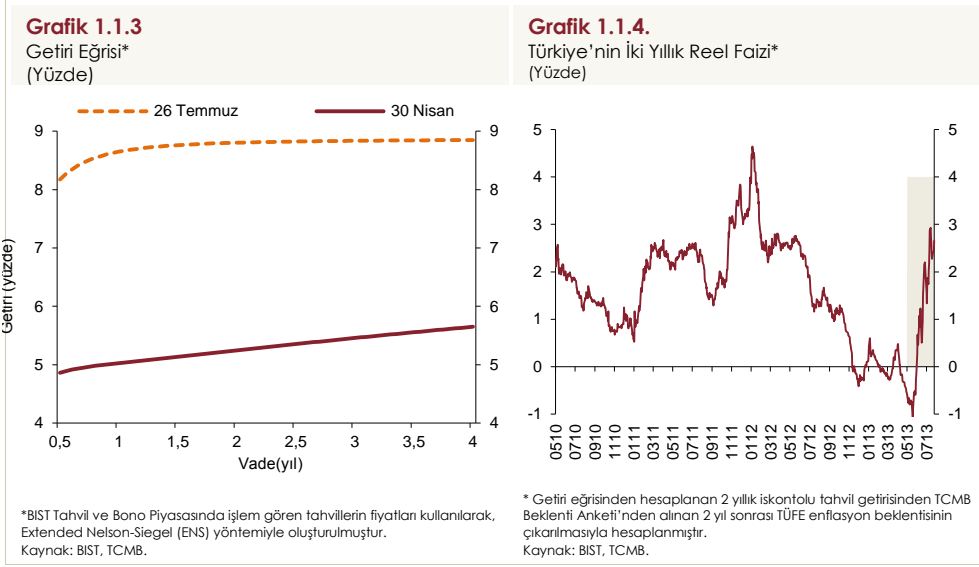


Mayıs ayının sonlarından itibaren yaşanan gelişmeler para politikası duruşunun değiştirilmesini gerektirmiştir. Bu dönemde küresel para politikalarına dair artan belirsizliklerin hızlı sermaye çıkışlarına, Türk lirasında aşırı değer kaybına ve finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açması üzerine TCMB piyasaya verdiği likiditenin kompozisyonunu değiştirerek likidite politikasını sıkılaştırmıştır (Grafik 1.1.1). Para Politikası Kurulu (Kurul), enflasyonda gözlenen artışın fiyatlama davranışlarında bozulmaya yol açmasını engellemek ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla Temmuz ayı toplantısında faiz koridorunun üst sınırının 75 baz puan artırılmasına karar vermiştir. Ayrıca, ek sıkılaştırma dönemlerinde faiz koridoru ve likidite politikasının etkisini güçlendirmek amacıyla

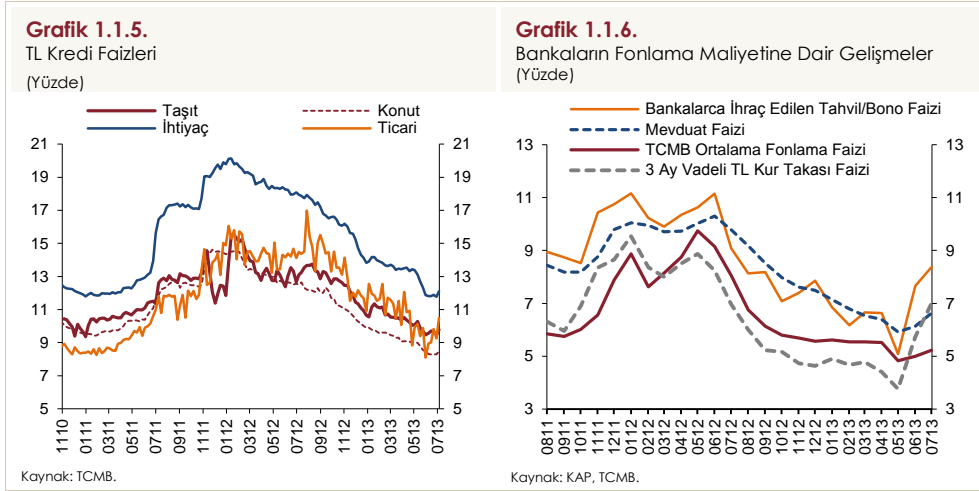
bazı ilave düzenlemeler yapılmıştır. Kurul, enflasyon görünümü orta vadeli hedeflerle uyumlu olana kadar para politikasının temkinli duruşunun korunacağını belirterek gerektiğinde ek parasal sıkılaştırmaya gidilebileceğini ifade etmiştir.

Öte yandan Kurul, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin ve sermaye akımlarındaki oynaklığın devam ettiğine dikkat çekerek Türk lirası likidite politikasının esnekliğinin artırılmasına karar vermiştir. Bu çerçevede, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkileyen gelişmelerin yakından takip edilerek TCMB tarafından sağlanan Türk lirası likiditesinin kompozisyonunda gereken ayarlamaların yapılacağı vurgulanmıştır.

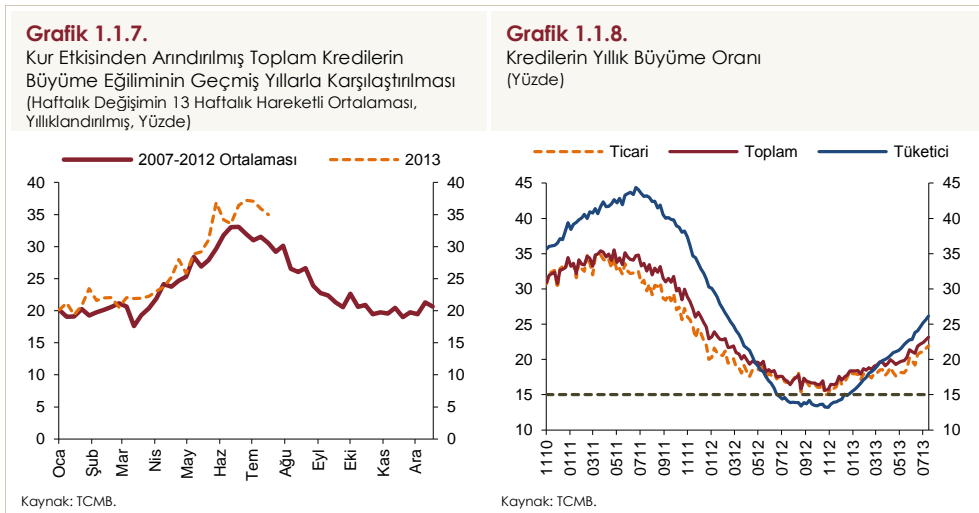
Risk iştahındaki azalış, likidite politikasının sıkılaşması ve küresel faizlerdeki yükselişe paralel olarak Temmuz ayı itibarıyla Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı döneme kıyasla piyasa nominal faizlerinde her vadede belirgin bir artış gözlenirken reel faizler de benzer bir eğilim sergilemiştir (Grafik 1.1.3 ve Grafik 1.1.4).



Son dönemde kredi faizleri de yukarı yönlü bir hareket göstermiştir. Likidite koşullarına daha hızlı tepki veren ticari kredi faizlerinde daha belirgin bir artış gözlenirken tüketici kredisi faizlerindeki artış daha sınırlı olmuştur (Grafik 1.1.5). Öte yandan, bankaların Türk lirası fonlama maliyetini temsil eden mevduat, para takası ve TCMB ortalama fonlama faizi ile bankalarca ihraç edilen bono/tahvil faizleri de yükseliş göstermiştir (Grafik 1.1.6).

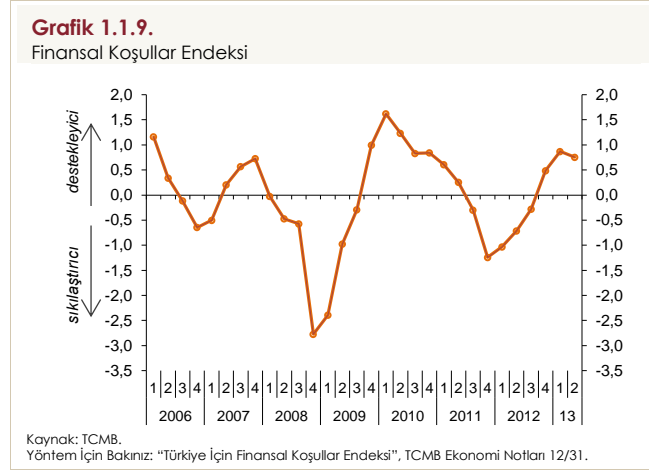


Son aylarda sermaye akımlarındaki yavaşlamaya rağmen krediler güçlü seyrini devam ettirmiştir. Temmuz ayı itibarıyla toplam kredilerin artış eğilimi geçtiğimiz yılların ortalamasından daha hızlı bir büyümeye işaret etmektedir (Grafik 1.1.7). Bu gelişmeler sonucunda yıllık kredi artış oranları da referans seviyenin belirgin olarak üzerinde seyretmektedir (Grafik 1.1.8). Finansal piyasalardaki belirsizliğin artmasına bağlı olarak hem kredi arzının hem de kredi talebinin büyüme hızlarında bir miktar yavaşlama gözlenebilecektir. Bununla birlikte 2013 yılı sonu itibarıyla kredilerin yıllık büyümesinin referans oranının üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Yılın ikinci çeyreğinde finansal koşullarda bir önceki çeyreğe kıyasla sınırlı bir sıkılaştırma gözlenirken, çeyrek genelinde finansal koşullar destekleyici konumunu sürdürmüştür (Grafik 1.1.9). Bununla birlikte, Mayıs ayının sonlarından itibaren gözlenen sermaye akımlarındaki zayıflamaya paralel olarak Temmuz ayı

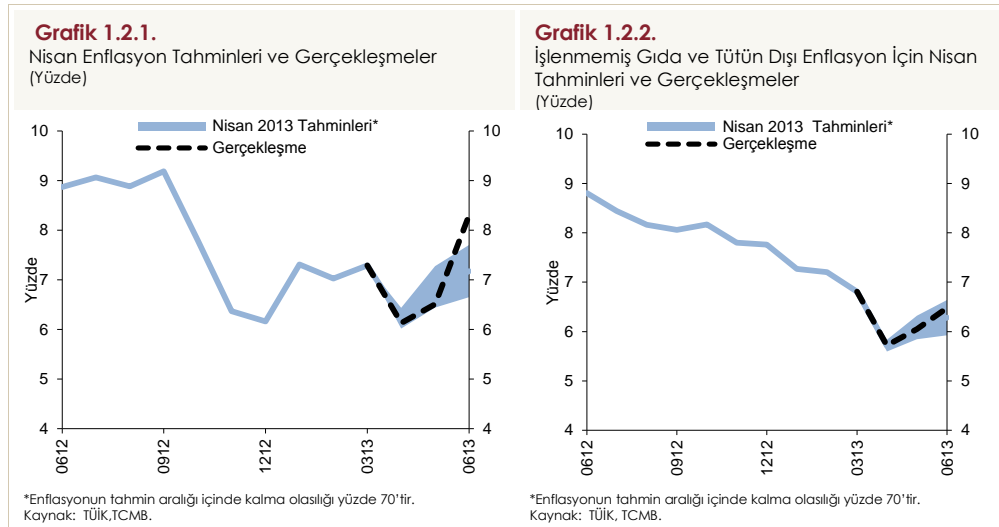
İtibarıyla finansal koşulların daha sıkı bir konuma geçtiği tahmin edilmektedir. Para politikasının temkinli duruşu da göz önüne alınarak, tahminler üretilirken yılın ikinci yarısında finansal koşulların iç talep ve krediler üzerindeki destekleyici etkisinin ortadan kalktığı bir görünüm esas alınmıştır.



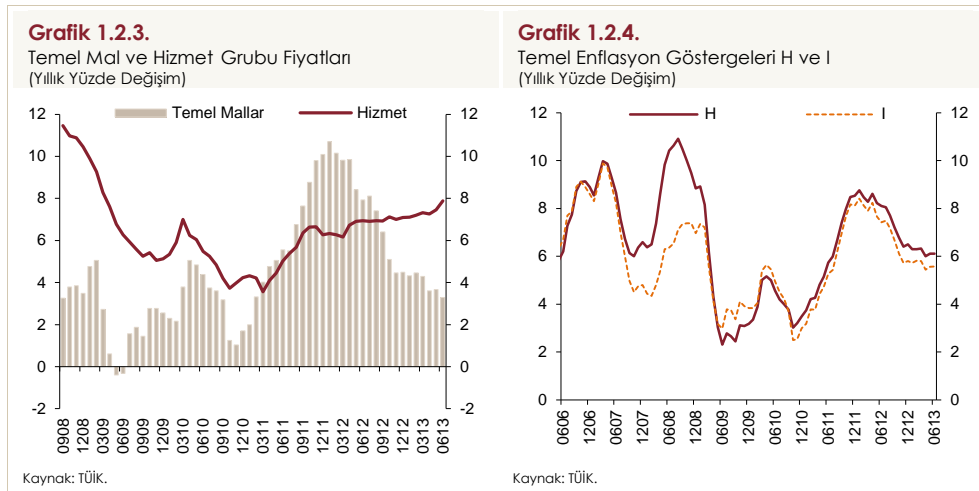
1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

Enflasyon

Enflasyon 2013 yılının ikinci çeyreğinde öngörülenin üzerinde bir artış göstererek çeyrek sonu itibarıyla yüzde 8,3 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1). Enflasyonun beklenenden yüksek seyretmesinde esas olarak Nisan Enflasyon Raporu'nda yukarı yönlü risk oluşturduğu vurgulanan işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici olmuştur. Nitekim işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon öngörülerle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.2).



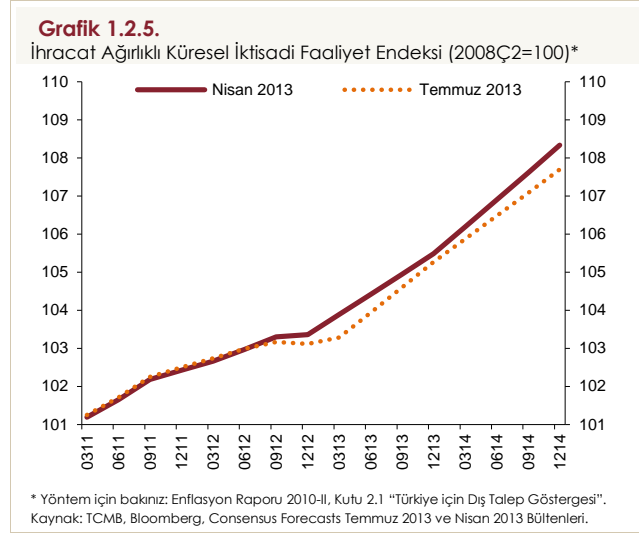
Geçtiğimiz çeyrekte enflasyonun tahminlerin ötesinde bir artış göstermesinde hizmet enflasyonunun beklenenden yüksek gerçekleşmesi de kısmen rol oynamıştır. Beklenenden yüksek seyreden hizmet enflasyonunun yıl sonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,1 puan artırıcı yönde olmuştur. Öte yandan, döviz kuru gelişmelerinin temel mal grubu fiyatları üzerindeki etkileri henüz gözlenmezken, temel mal grubu fiyatları baz etkisinin de katkısıyla düşüş eğilimini sürdürmüştür (Grafik 1.2.3). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri ikinci çeyrekte yatay bir görünüm sergilemiştir (Grafik 1.2.4).



Arz ve Talep

2013 yılının ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörüldüğü şekilde iktisadi faaliyetin yurt içi talep kaynaklı olarak toparlanma eğilimine girdiğine işaret etmiştir. Yılın ikinci çeyreğine dair açıklanan veriler ise tüketim talebindeki ılımlı artışın sürdüğüne işaret etmektedir. Ancak yakın dönemde küresel likidite koşullarındaki değişime paralel olarak finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, yılın ikinci yarısında iç talebin Nisan Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla daha zayıf seyretmesine neden olabilecektir. Nitekim, yakın dönemde iç piyasa sipariş beklentilerinde yılın ikinci çeyreğine göre bir miktar düşüş gözlenmektedir.

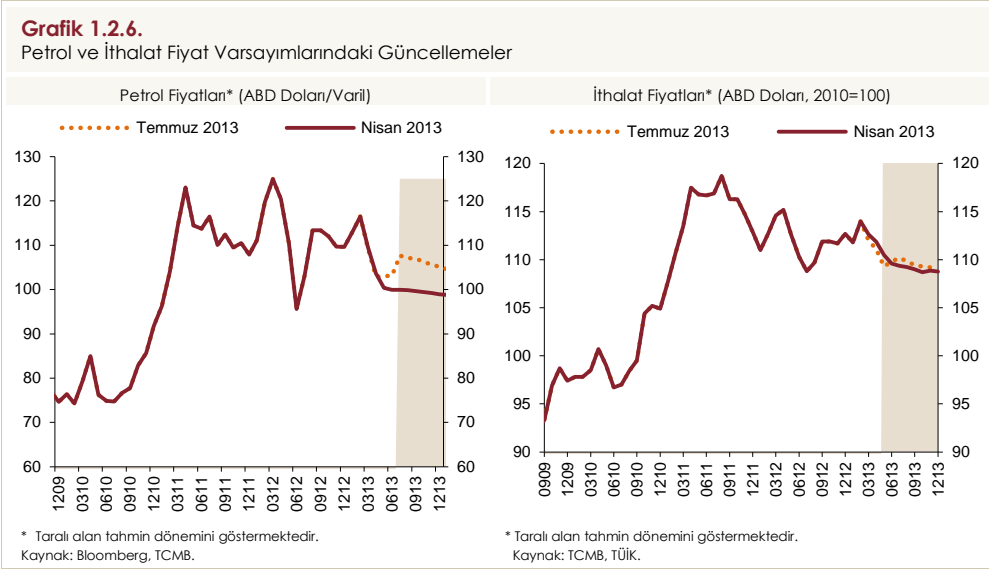
2013 yılının ikinci çeyreğinde dış talep zayıf seyrini korumuştur. Bu dönemde Euro Bölgesi iktisadi faaliyetindeki yavaşlama devam ederken küresel büyümeye ilişkin tahminler aşağı çekilmiştir. Bu çerçevede ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksi de sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.5).



İç ve dış talep gelişmeleri birlikte değerlendirildiğinde, tahminler üretilirken toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe katkısının bir önceki rapor dönemine kıyasla sınırlı ölçüde arttığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu güncelleme, iktisadi faaliyetin enflasyon üzerindeki etkilerinin genelde gecikmeli olarak ortaya çıkması nedeniyle 2013 yıl sonu enflasyon tahminlerini etkilemezken 2014 yıl sonu enflasyon öngörülerinde 0,1 puan düşürücü etkide bulunmuştur.

Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Son üç aylık dönemde ithalat fiyatları Nisan Enflasyon Raporu varsayımlarıyla uyumlu gerçekleşerek yatay seyretmiştir (Grafik 1.2.6). Öte yandan, yakın dönemde gözlenen döviz kuru hareketlerine bağlı olarak Türk lirası cinsinden ithalat fiyatlarında belirgin bir artış gözlenmiştir. Bunun yanı sıra Nisan ayında 103 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımı, Temmuz ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde yukarı yönlü güncellenerek 107 ABD dolarına yükseltilmiştir (Grafik 1.2.6). Bu gelişmeler 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan, 2014 tahminini ise 0,2 puan yukarı yönlü etkilemiştir.



Gıda fiyatlarının yıllık artış oranı varsayımı ise bir önceki Rapor'da olduğu gibi yüzde 7 olarak korunmuştur. Diğer bir ifadeyle, son dönemde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen olumsuz seyrin geçici olacağı ve fiyatların Ağustos ayından itibaren kademeli olarak normalleşeceği varsayılmıştır.

Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

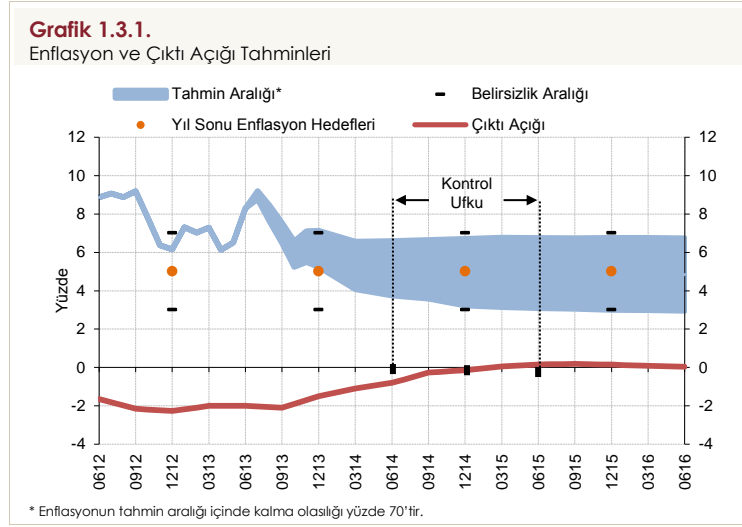
Orta vadeli tahminler üretilirken, yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik bir fiyat ayarlamasının yapılmayacağı varsayılmıştır. Diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların ise enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm esas alınmıştır.

Maliye politikasının duruşu için Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceği ve faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yılın ilk yarısına kıyasla önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir güncelleme yapılmamıştır.

1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Orta vadeli tahminler oluşturulurken yakın dönemde küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizlik ve zayıflayan sermaye akımları karşısında para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruduğu bir çerçeve esas alınmıştır. Bu doğrultuda likidite politikasının genel olarak sıkı tutulduğu, faiz koridorunun gerektiğinde aktif olarak kullanıldığı ve kredilerin yıllık büyüme oranının 2014

yılının ortalarında yüzde 15 düzeyine indiği varsayılmıştır. Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2013 yılı sonunda yüzde 5,2 ile yüzde 7,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,2), 2014 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile yüzde 6,7 aralığında (orta noktası yüzde 5,0) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Sonuç olarak, enflasyon tahminlerine temel oluşturan varsayımlar ve dışsal koşullar bir arada değerlendirildiğinde, temelde döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki gelişmeler göz önüne alınarak 2013 yıl sonu enflasyon tahmini 0,9 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Küresel ekonominin zayıf görünümü ve iç talebin ılımlı seyri nedeniyle söz konusunun gelişmelerin 2014 yıl sonu enflasyonu üzerindeki etkisinin sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir.

Enflasyonun kısa vadede enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesi beklenmektedir. Bu çerçevede yıllık enflasyonun Temmuz ayında artış gösterdikten sonra Ağustos ayından itibaren aşağı yönlü bir eğilim göstereceği tahmin edilmektedir. Yıl sonunda enflasyonun hedefin üzerinde olması beklense de, tütün fiyatlarında 2013 yılı Ocak ayında gözlenen yüksek artışın yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan kalkmasıyla 2014 yılının başlarında enflasyonun yüzde 5 hedefine yaklaşacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1). Çekirdek enflasyon göstergelerinin (H ve I) ise son dönemdeki döviz kuru hareketlerinin gecikmeli etkilerine bağlı olarak yılın üçüncü çeyreğinde sınırlı bir yükseliş gösterdikten sonra yıl sonuna kadar genelde yatay bir seyir izlemesi 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

Küresel ekonomideki kırılganlığa ve küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizliklere bağlı olarak sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etmesi esnek bir politika çerçevesini gerekli kılmaktadır. Bu çerçevede önümüzdeki dönemde küresel likidite koşulları para politikası üzerinde belirgin rol oynayacaktır. TCMB'nin makro finansal riskleri dengelemeye yönelik tasarladığı çerçeve ve bu kapsamda geliştirdiği araçlar, küresel ekonomideki kırılganlıklardan kaynaklanabilecek şokların yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik esnek bir çerçeve sunmaktadır.

Mevcut durumda küresel iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler istikrarlı bir görünüm çizmezken, gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarına ilişkin belirsizliklerin uzun süre devam etmesi halinde önümüzdeki dönemde risk iştahının dalgalı bir seyir izlemesi ve sermaye akımlarındaki zayıf seyrin sürmesi beklenebilir. Bu durum enflasyon ve finansal istikrar görünümü üzerinde risk oluşturabilecektir. TCMB böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde döviz kurundaki aşırı oynaklığı azaltmak amacıyla faiz koridorunu ve diğer para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanacaktır.

Öte yandan, küresel ekonomideki toparlanmanın gecikmesi ve bunun sonucunda gelişmiş ülke merkez bankalarının uzunca bir süre miktarsal genişlemeye devam etmesi de aşağı yönlü bir risk olarak önemini korumaktadır. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımları bir süre için tekrar hızlanabilecektir. Bu senaryonun gerçekleşmesi halinde TCMB Türk lirası likiditesini bollaştırarak kısa vadeli faiz oranlarını düşük düzeylerde tutarken zorunlu karşılıklar ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması aracılığıyla hızlı sermaye girişlerinin finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlayacaktır.

Son dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde sınırlı da olsa bir bozulma dikkat çekmektedir. Enflasyonu artıran birden fazla unsurun aynı dönemde ortaya çıkması enflasyon beklentilerinin yükselmesine neden olmuştur. İşlenmemiş gıda grubundaki fiyat artışları, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve döviz kurunda gözlenen oynaklık kısa vadede enflasyonu olumsuz etkilemeye devam

edebilecektir. Her ne kadar bu etkilerin geçici olması beklense de gıda fiyatlarındaki düzeltmenin beklenenden daha geç gerçekleşmesi veya piyasalardaki oynaklığın bir müddet daha sürmesi olasılık dahilindedir. Bu riskler karşısında TCMB, enflasyon görünümü hedeflerle uyumlu olana kadar temkinli duruşunu koruyacak ve fiyatlama davranışlarını yakından izleyerek gerektiğinde para politikasının duruşunu daha da sıkılaştıracaktır.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ve vergi düzenlemelerine ilişkin gelişmeleri enflasyon görünümüne etkileri bakımından yakından takip etmektedir. Raporunda 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 dengesizlikler karşısında ekonomimizin dayanıklılığını koruması açısından maliye ve finansal sektör politikalarındaki temkinli duruşun sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır. Orta vadede ise mali disiplini kalıcı hale getirecek ve tasarruf açığını azaltacak yapısal reformların güçlendirilmesi makroekonomik 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 refaha olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede, OVP'nin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır.

