

# 1. Genel Değerlendirme

2012 yılının ikinci çeyreğinde Euro Bölgesi'ne dair gelişmeler küresel iktisadi görünüm üzerinde belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu doğrultuda, Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bugüne kadar risk algılamalarını etkileyen önemli gelişmeler olmuştur. Yunanistan'da Mayıs ayında yapılan genel seçim sonuçları bu ülkenin kısa vadede parasal birlikten çıkış olasılığını zayıflatarak risk algılamalarını kısmen iyileştirmiştir. Ne var ki, son dönemde İspanya'da kamu borcu ve bankacılık sektöründeki bütünleşik sorunların derinleşmesi risk iştahındaki iyileşmeyi sınırlamıştır. Alınan tedbirler ve önde gelen merkez bankalarının destekleyici söylemleri Haziran ayından itibaren küresel risk algılamasında düzelmeye yol açsa da, Euro Bölgesi'ne dair sorunlar küresel ekonomiye dair orta ve uzun vadeli ciddi bir risk olarak varlığını korumaktadır.

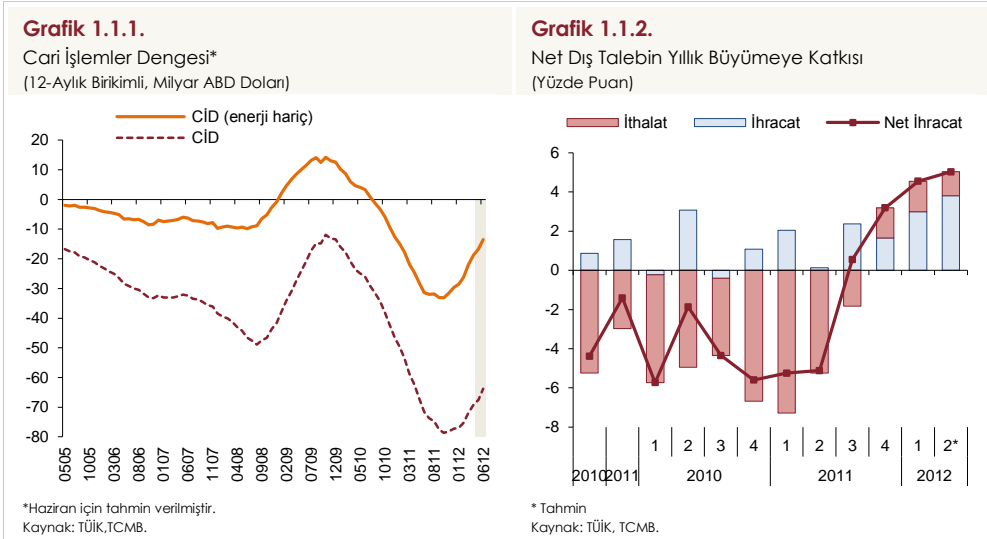
Küresel ekonomide istikrarın henüz tesis edilememesi ve süregelen dengesizlikler iktisadi görünümü olumsuz etkilemektedir. Nitekim, geçtiğimiz üç aylık dönemde gerek ABD gerekse Çin ekonomisinde iktisadi faaliyetin ivme kaybettiği görülmektedir. Bu çerçevede, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere dair büyüme tahminleri de aşağı yönlü güncellenmektedir. Küresel iktisadi faaliyetin zayıf görünümüne bağlı olarak enflasyon riskleri azalırken büyüme ve finansal istikrara ilişkin kaygılar önemini korumaktadır. Bu gelişmelere paralel olarak, merkez bankaları da genişletici para politikalarını sürdürmektedir.

Küresel ekonomiye dair süregelen kırılganlıklar ve dengesizlikler risk iştahındaki oynaklığı yüksek seviyelerde tutmaya devam etmektedir. Krizin başlangıcının üzerinden dört yıl geçmesine rağmen iktisadi birimlerin bilanço düzeltme süreci devam etmektedir. Euro Bölgesi'ne dair sorunlar, ABD ve Çin ekonomilerine ilişkin belirsizlikler ve enerji fiyatlarına dair arz yönlü riskler sürmektedir. Bu durum, merkez bankalarının sağladığı olağanüstü düşük maliyetli likidite olanaklarıyla birleştiğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye akımlarında önemli derecede oynaklığa yol açmaktadır. Böyle bir konjunktürde, gelişmekte olan ülke merkez bankaları kısa vadeli sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik tedbirlere öncelik vermektedir. Bütün bu gelişmeler, esnek bir para politikası çerçevesine sahip olmanın önemini teyid etmektedir.

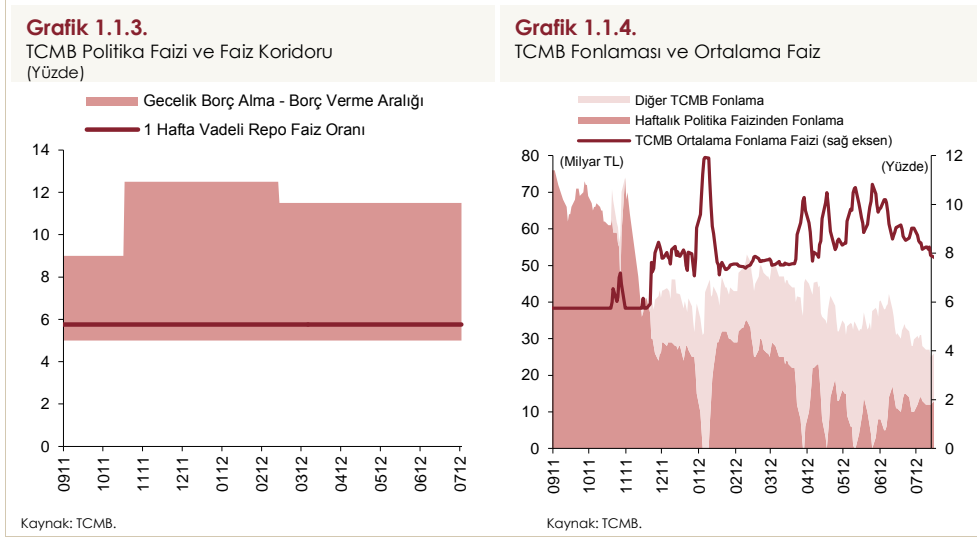
## 1.1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

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 geçirilerek finansal istikrar destekleyici bir amaç olarak benimsenmiş ve bu amaca yönelik ek politika araçları geliştirilmiştir. Uygulanan politikalar orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden kısa vadede makro finansal riskleri dengelemeyi amaçlamıştır. Bu doğrultuda, kredi büyümesi kontrol altına alınırken döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesi sağlanmıştır.

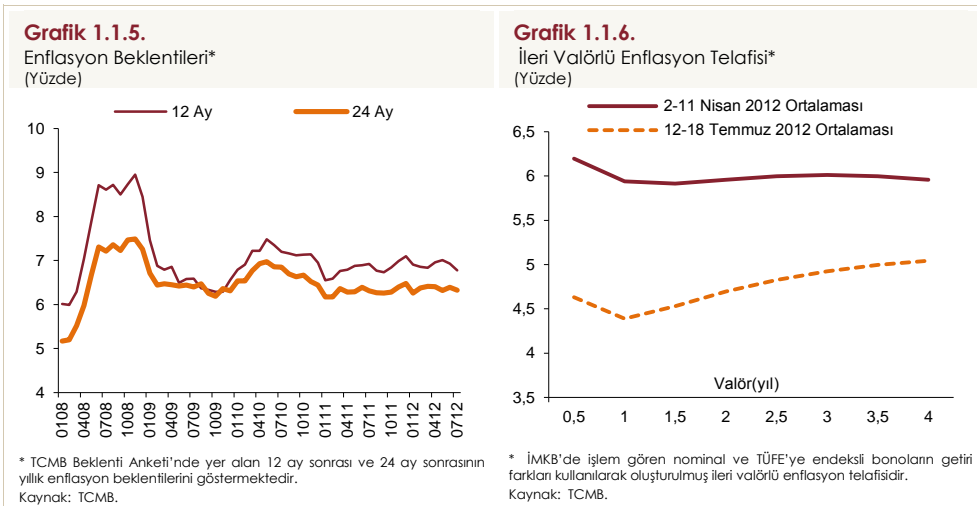
2012 yılının ilk yarısına dair açıklanan veriler uygulanan politikaların büyük ölçüde amacına ulaştığını göstermektedir. Büyüme kompozisyonu giderek daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmektedir. Nitekim bu dönemde, cari işlemler dengesindeki iyileşmenin sürdüğü (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 (Grafik 1.1.3). Nitekim, Ekim ayını takip eden dönemde ortalama fonlama maliyeti politika faizinin üzerinde seyretmiştir (Grafik 1.1.4).



Para Politikası Kurulu (Kurul), küresel risk iştahındaki dönemsel iyileşmeye bağlı olarak yılın ilk aylarında kısa vadeli faizleri görece olarak daha yatay bir konumda tutmuştur. Nisan ve Mayıs aylarında ise geçici unsurların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek ve fiyatlamaya davranışlarına dair riskleri sınırlamak amacıyla sık aralıklarla ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Bu şekilde bir yandan kredilerin artış hızı makul oranlarda tutulurken diğer yandan döviz kurunun oynaklığı sınırlanarak enflasyon belirsizliği azaltılmıştır. Uygulanan bu politikalar, arz yönlü olumsuz etkilerin belirginleştiği ve enflasyonun çift hanelere çıktığı bir ortamda beklentilerin bozulmasını engellemiştir (Grafik 1.1.5 ve 1.1.6).

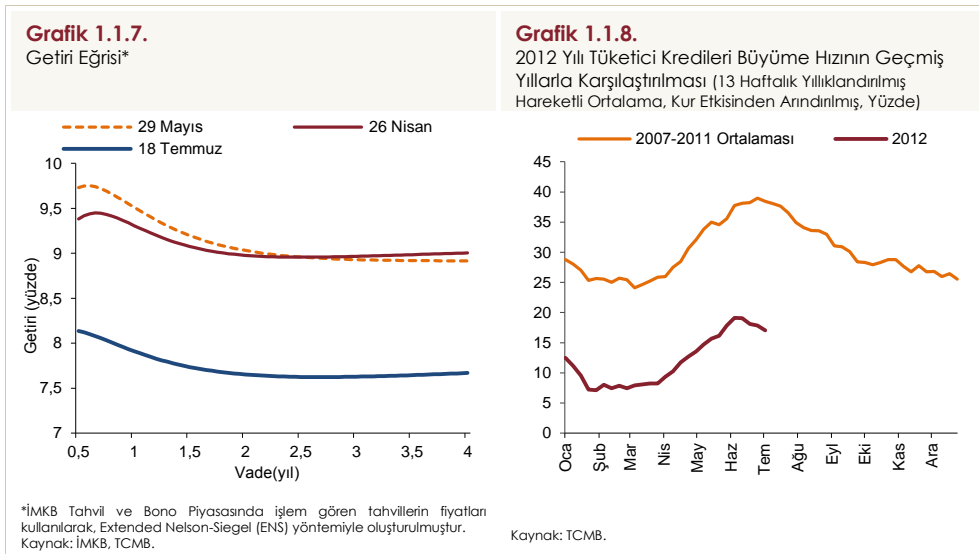


Haziran ayında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının canlanması ve emtia fiyatlarındaki düşüşün hızlanması enflasyon risklerini azaltmıştır. Ayrıca, bu dönemde enflasyon ve cari dengeye ilişkin açıklanan verilerin piyasa beklentilerinden olumlu gerçekleşmesi Türkiye'ye yönelik risk

algılamalarını iyileştirmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucu TCMB, Haziran başından itibaren ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür (Grafik 1.1.4). Bununla birlikte Kurul, Temmuz ayı toplantısında enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyredecek olmasının halen fiyatlandırma davranışlarına dair risk oluşturduğuna vurgu yaparak temkinli duruşun devam edeceğini belirtmiştir. Ayrıca, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekilerek para politikasında 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 ek parasal sıkılaştırma uygulamalarına sıkça başvurduğu Mayıs ayında getiri eğrisinin aşağı yönlü eğimi daha da belirginleşmiştir. Haziran ayından bu yana ise enflasyon beklentilerindeki düşüşü ve risk primindeki azalışı takiben piyasa faizlerinin her vadede daha düşük seviyelerde oluştuğu gözlenmektedir (Grafik 1.1.7).

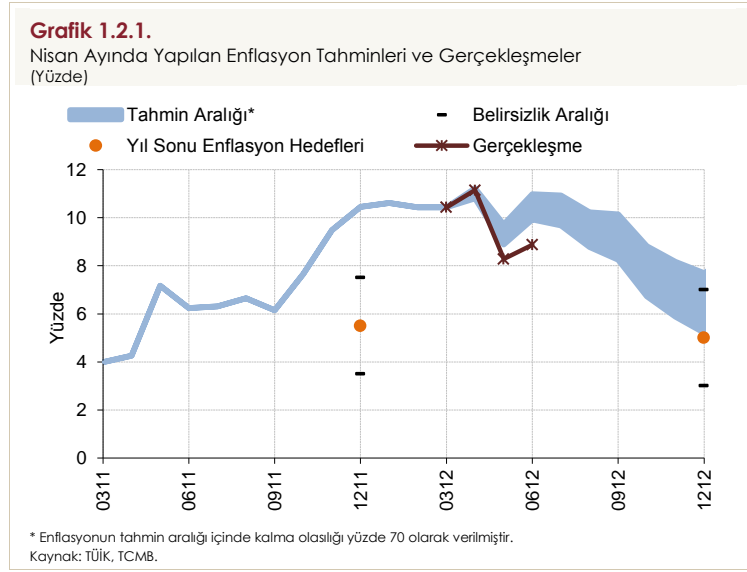
Kredi koşulları ise görece olarak daha sıkı bir konumda seyretmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde kredilerin büyüme hızında gözlenen artış kalıcı bir ivmelenme eğiliminden ziyade mevsimsel unsurları yansıtmaktadır. Bu dönemde özellikle tüketici kredilerinin geçtiğimiz yılların aynı dönemlerinin ortalamasına göre çok daha sınırlı bir artış sergilediği gözlenmektedir (Grafik 1.1.8). Önümüzdeki dönemde iç talepteki ılımlı artış öngörüsüyle uyumlu olarak kredilerin de makul ve sağlıklı oranlarda artmaya devam etmesi beklenmektedir.



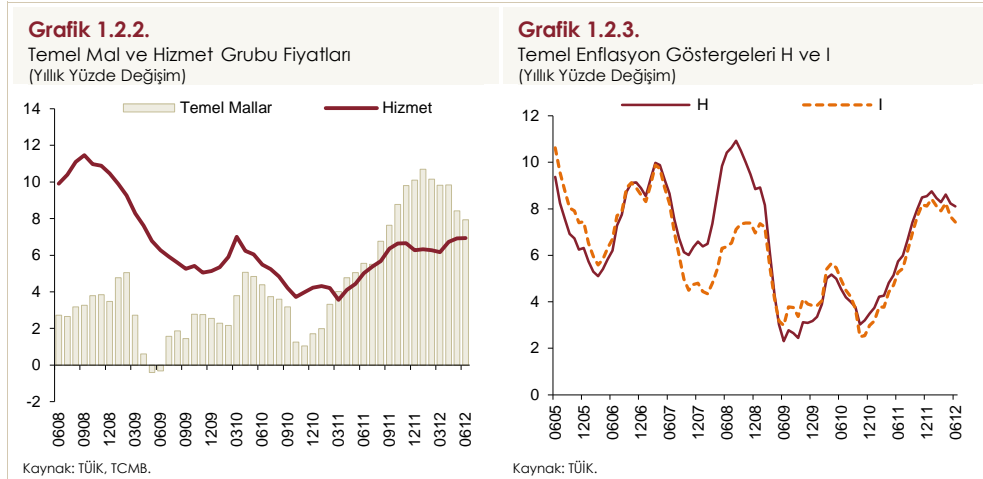
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

### Enflasyon

2012 yılının ikinci çeyreğinde enflasyon Nisan Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlerin belirgin olarak altında seyrederek Haziran sonu itibarıyla yüzde 8,9 seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.2.1). Bu gelişmede petrol ve işlenmemiş gıda fiyatlarının varsayımlardan daha olumlu bir seyir izlemesi belirleyici olmuştur.

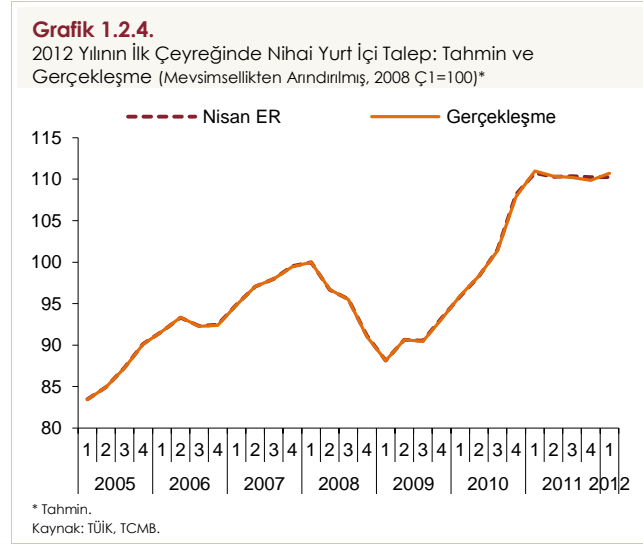


2011 yılındaki döviz kuru hareketlerinin yurt içi fiyatlar üzerindeki birikimli etkilerinin azalmasıyla temel mal fiyatlarının yıllık artış oranı da gerileme eğilimini sürdürmüştür. Hizmet fiyatları ise bir miktar ivmelenmekle birlikte ılımlı bir seyir izlemiştir (Grafik 1.2.2). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergelerindeki düşüş eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.2.3).



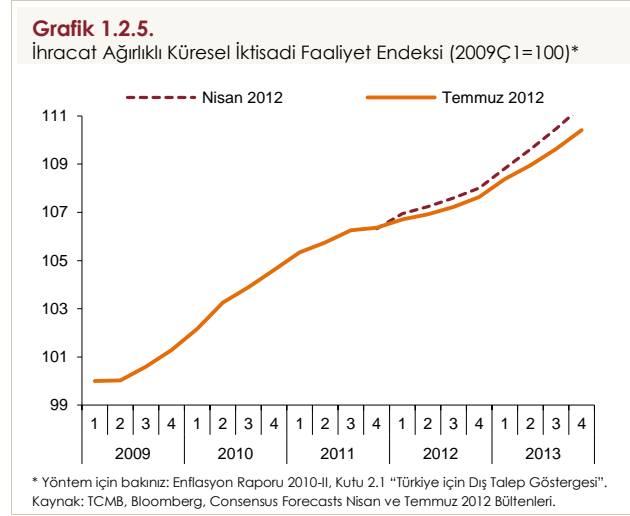
## Arz ve Talep

2012 yılının ilk çeyreğine ilişkin milli gelir verileri talep koşullarının Nisan Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu seyrettiğine işaret etmiştir (Grafik 1.2.4). Yurt içi nihai talep zayıf seyrini korurken net ihracatın yıllık büyümeye pozitif katkısı artarak devam etmiştir (Grafik 1.1.2).



Yakın dönemde açıklanan veriler ikinci çeyrekte nihai yurt içi talebin ılımlı oranda büyüdüğünü, ihracatın artmaya devam ettiğini ve talep kompozisyonundaki dengelenmenin sürdüğünü göstermektedir. Her ne kadar ikinci çeyrekte iktisadi faaliyetin dönemlik bazda nispeten yüksek bir artış sergilemesi beklense de, bu durumun büyük ölçüde yılın ilk aylarındaki düşük bazın etkisini yansıttığı ve iktisadi faaliyetteki canlanmanın ılımlı olduğu değerlendirilmektedir.

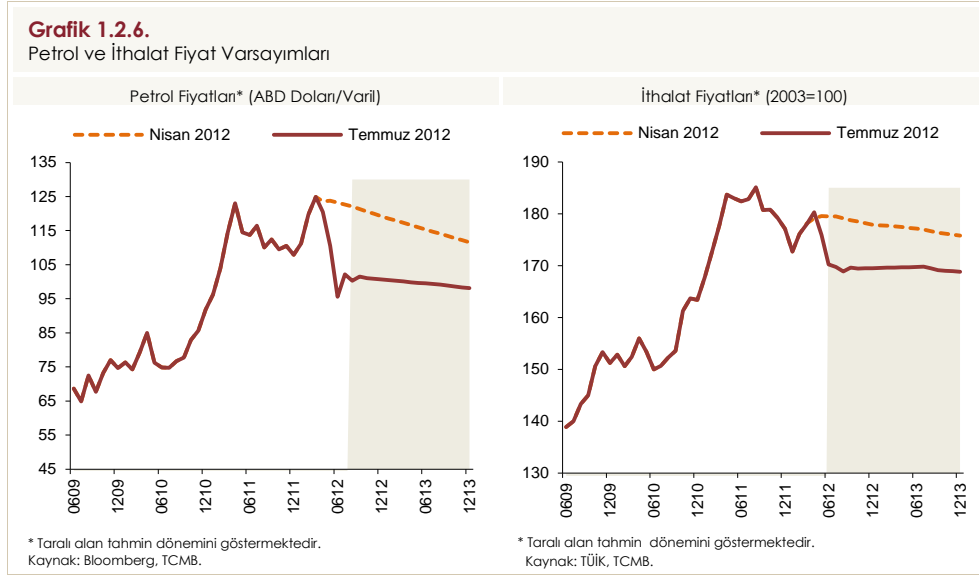
Tahminler üretilirken, küresel ekonomideki sorunlara bağlı olarak yılın ikinci yarısında dış talebin ilk yarıya kıyasla daha zayıf bir seyir izleyeceği ve bu durumun toplam talebi sınırlayacağı varsayılmıştır. Nitekim, son üç ay içinde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelere ilişkin büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenirken (Grafik 1.2.5) özellikle Euro Bölgesi'ne dair büyüme görünümü zayıf seyrini korumaktadır.



Özetle, yurt içi iktisadi faaliyetin öngörülerle uyumlu seyretmesi nedeniyle yılın ilk yarısı için çıktı açığı tahminlerinde önemli bir güncelleme yapılmamıştır. İkinci yarı için ise küresel iktisadi faaliyetin görünümündeki zayıflamaya bağlı olarak toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının bir önceki rapora kıyasla sınırlı oranda artacağı bir görünüm esas alınmıştır. Bu gelişmenin 2012 yılı enflasyon tahmini üzerinde belirgin bir etkisi olmamıştır.

### Enerji, İthalat ve Gıda Fiyatları

Nisan Enflasyon Raporu'nun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında petrol fiyatları öngörülerin altında seyretmiştir (Grafik 1.2.6). Bu çerçevede, son dönemde oluşan vadeli fiyatlar da dikkate alınarak, petrol fiyatları varsayımı, 2012 yılı ortalaması için 120 ABD dolarından 110 ABD dolarına, 2013 yılı için ise 115 ABD dolarından 100 ABD dolarına düşürülmüştür. Genel emtia fiyatlarındaki düşüşe paralel olarak ithalat fiyat projeksiyonu da aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1.2.6). İkinci çeyrekte Türk lirasındaki dalgalanmalar ithalat fiyatlarındaki düşüşün yurt içi fiyatlar üzerindeki olumlu etkisini kısmen sınırlasa da, söz konusu unsurlar toplamda 2012 yılsonu tahminini 0,15 puan aşağı yönlü etkilemiştir.



Gıda fiyatları varsayımı 2012 yıl sonu için sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının ilk yarıdaki olumlu seyrine bağlı olarak gıda fiyatları da tarihsel ortalamalara kıyasla daha düşük bir artış sergilemiştir. Ancak, tahminler üretilirken temkinli bir yaklaşım sergilenerek gıda fiyatlarının ilk yarıdaki olumlu seyrinin ikinci yarıda önemli oranda tersine döneceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, bir önceki raporda yüzde 7,5 olan gıda fiyatlarının yıllık artış oranı varsayımı bu raporda sadece 0,5 puan aşağı yönlü güncellenerek yüzde 7 düzeyine çekilmiştir. Bu gelişmenin 2012 yılsonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,15 puan düşürücü yönde olmuştur.

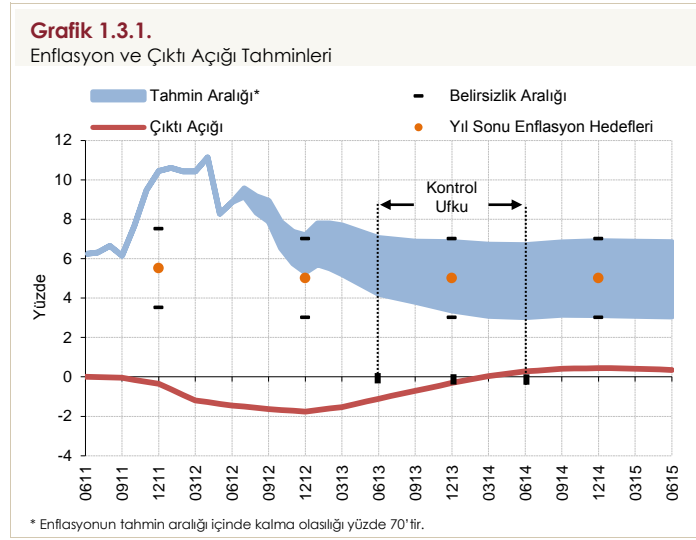
#### Maliye Politikası ve Vergi Ayarlamaları

Tahminler oluşturulurken kamu maliyesinin görünümü için Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. Bu çerçevede, 12 aylık birikimli faiz dışı harcamaların GSYİH'ye oranının yılın ikinci yarısında önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştır. 2011 yılının son çeyreğinde tütün ürünlerinden alınan vergilere ilişkin yapılan düzenlemeler çerçevesinde, tütün fiyatlarının 2012 yılı boyunca sabit kalacağı, 2013 yılının ilk ayında ise 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.



### 1.3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Enflasyon tahminleri üretilirken, para politikasının temkinli ve esnek duruşunu koruyacağı, kredilerin büyüme oranının ise geçtiğimiz raporda olduğu gibi yıl sonunda yüzde 14 civarında gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2012 yılı sonunda yüzde 5,3 ile yüzde 7,1 aralığında (orta noktası yüzde 6,2), 2013 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile yüzde 6,8 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Özetle, temelde enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin varsayımların aşağı yönlü güncellenmesinin etkisiyle yıl sonu enflasyon tahmini 0,3 puan düşürülerek yüzde 6,2 düzeyine çekilmiştir (Grafik 1.3.1). Güncellenen tahminler, enflasyonun Temmuz ayında sınırlı bir miktar yükseldikten sonra düşüşe geçeceğine işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki vergi ayarlamasından kaynaklanan baz etkisinin ortadan kalkmasıyla beraber enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği öngörülmektedir. Çekirdek enflasyon göstergelerinin ise yılın kalan döneminde aşağı yönlü eğilimini koruması 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 ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi para politikasında esnek yaklaşımın devamını gerektirmektedir. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının uzun bir müddet düşük seviyelerde kalacağı beklentisi alternatif getiri arayışını canlı tutmaktadır. Öte yandan, Euro Bölgesi'ndeki sorunların çözümüne dair atılan adımlara rağmen finansal sistemde süregelen kırılganlıklar, yüksek seyreden borçlanma maliyetleri ve büyüme görünümündeki zayıflama küresel risk iştahının yeni haberlere duyarlılığının yüksek kalmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın sürmesi yüksek bir olasılık olarak görülmektedir. Böyle bir konjonktürde, para politikasının her iki yönde de esnekliğini koruması önem taşımaktadır.

Küresel büyüme görünümünün daha da zayıflaması durumunda gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitme olasılığı bulunmaktadır. Böyle bir gelişme 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 aracılığı ile sıkılaştırmaya gidebilecek ve zorunlu karşılıklara ilişkin oluşturduğu mekanizmayı aktif olarak kullanarak Türk lirası zorunlu karşılıklar için döviz tutma imkânını daha yüksek katsayılarla uygulayabilecektir.

Euro Bölgesi'nde bankacılık, hane halkı ve kamu kesiminde aynı anda devam eden bilanço düzeltme süreci ve çözüme yönelik kurumsal mekanizmaların yeterince hızlı işlememe riski, bölgedeki sorunların daha da derinleşmesi olasılığını canlı tutmaktadır. Bu riskin gerçekleşmesi ve küresel finans piyasalarında yeni bir çalkantının ortaya çıkması durumunda, ilk planda sermaye hareketlerini dengelemek amacıyla faiz koridoru aracılığıyla etkin bir likidite yönetimi uygulanabilecek; izleyen aşamalarda ise zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçları kullanılarak bankacılık sistemini rahatlatıcı tedbirler alınabilecektir.

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.

Önümüzdeki döneme dair bir diğer risk unsuru emtia fiyatlarına ilişkin belirsizliklerdir. Her ne kadar küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyri genel olarak emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü baskıları sınırlasa da, jeopolitik ve arz yönlü sorunların devam etmesi enerji fiyatlarının görünümüne ilişkin kısa vadede yukarı yönlü bir risk unsuru olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, son dönemde tarımsal emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar işlenmiş gıda fiyatlarına dair risk oluşturmaktadır. Emtia fiyatlarından kaynaklanan risklerin gerçekleşmesi halinde TCMB, geçici fiyat hareketlerine tepki vermeyecek, ancak beklentilerin ve fiyatlama davranışlarının kalıcı olarak bozulmasına müsaade etmeyecektir.

İşlenmemiş gıda fiyatları ise Nisan Enflasyon Raporu'nda da vurgulandığı gibi 2012 yılı enflasyon görünümü üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Tahminler üretilirken, temkinli bir yaklaşımla, bu grupta yılın ilk yarısında gözlenen olumlu fiyat hareketlerinin ikinci yarıda büyük ölçüde geri alınacağı varsayılmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarında varsayılandan daha olumlu bir gelişme gözlenmesi halinde, enflasyon yıl sonunda baz senaryoda öngörülenden daha düşük seviyelere inebilecektir.

Enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredecek olması fiyatlama davranışlarına dair temkinli bir duruş gerektirmektedir. TCMB'nin Ekim ayından itibaren gerçekleştirdiği parasal sıkılaştırma ve toplam talepteki ılımlı görünüm ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığını azaltmış olsa da, önümüzdeki dönemde fiyatlama davranışları dikkatle izlenecektir.

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 bütçe dengesinde yılın ikinci yarısında ek bir bozulma olmayacağı 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.

Son yıllarda uygulanan ihtiyatlı maliye politikalarının önümüzdeki dönemde de devam etmesi küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı ekonomimizin dayanıklılığının korunması açısından 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.