

# 1. Genel Değerlendirme

2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla küresel ekonomideki toparlanma devam ederken gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyüme dinamiklerindeki ayrışma sürmektedir. Gelişmiş ekonomilere dair aşağı yönlü risklerin önemini koruması bu ülkelerde genişletici para politikasının sürdürülmesine neden olurken gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin de katkısıyla iç talep güçlü seyretmektedir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaşanan bu ayrışma Türkiye gibi iktisadi temelleri sağlam ve riskliliği görece düşük ülkelere olan sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişleri sonucunda hızlanan kredi genişlemesi ve artan cari açık gibi unsurlar finansal istikrara ilişkin riskleri artırmakta ve orta vadede fiyat istikrarını tehdit etme potansiyeli taşımaktadır. Bu durum, para politikası stratejisinde finansal istikrarı da dikkate alan farklı yaklaşımları gündeme getirmektedir.

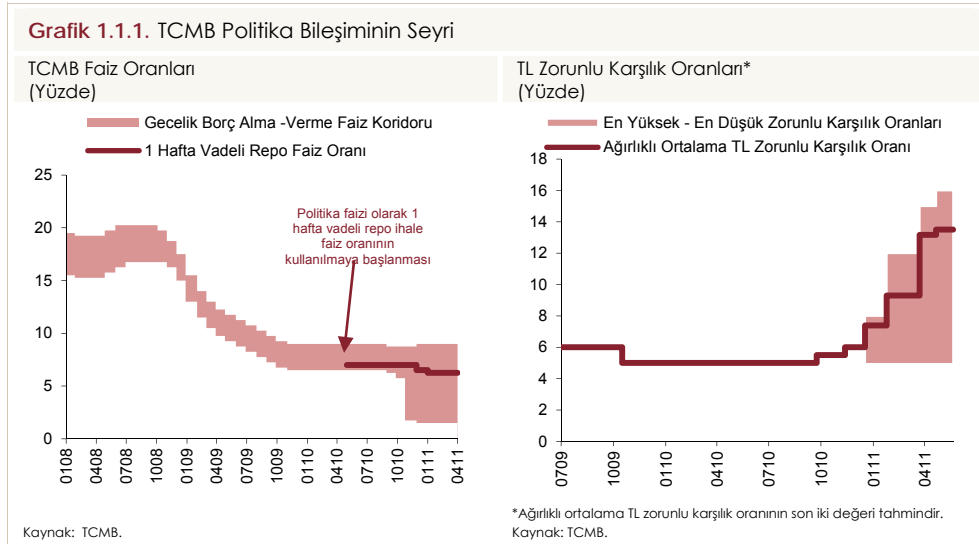
## 1.1. Para Politikası Gelişmeleri ve Parasal Koşullar

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), küresel dengesizliklerin 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 kullanılmaktadır.

2010 yılının son çeyreğinde enflasyonun düşüş eğiliminde olması TCMB'nin bu dönemde finansal istikrara görece olarak daha fazla ağırlık vermesine olanak tanımıştır. Bu doğrultuda TCMB, kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması amacıyla bir yandan politika faizlerini düşürürken diğer yandan faiz koridorunu (geceleik borç verme ve borç alma faizi arasındaki farkı) genişleterek kısa vadeli faizlerin oynaklığını artırmıştır. Kredi genişlemesinin yavaşlatılması amacıyla da zorunlu karşılık oranları artırılmaya başlanmıştır. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla, zorunlu karşılık oranları kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılmıştır. Bu tedbirler sonrasında net kısa vadeli sermaye girişlerinde azalma gözlenmiş, kredi artış hızındaki ivmelenme durmuştur.

2011 yılının ilk çeyreğinde ise gerek petrol fiyatlarının öngörülerin de üzerinde hızlı artışlar sergilemesi gerekse iç talebin güçlü seyri, enflasyon görünümüne dair daha ihtiyatlı bir duruş gerektirmiştir. Özellikle petrol fiyatlarının Ocak Enflasyon Raporu'nda 2011 yılı ortalaması için yapılan varsayımın belirgin olarak üzerinde seyretmesi maliyet baskılarının arttığı bir görünüm oluşturmuştur. Bunun yanı sıra özel tüketim ve özel yatırım harcamalarının hızla büyümeye devam etmesi, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerinin önlenmesi bakımından iç talebin yavaşlatılmasının önemini artırmıştır.

İlk çeyrekte enflasyon yüzde 4 gibi tarihi olarak düşük düzeylere inmesine rağmen, yukarıda sunulan görünüm doğrultusunda TCMB, orta vadeli bir perspektifle Şubat ayından itibaren enflasyona dair yukarı yönlü risklere dikkat çekmeye başlamış ve genel fiyatlandırma davranışlarındaki bozulma riskini bertaraf etmek amacıyla, ilk çeyrekte Ocak Enflasyon Raporu'ndaki baz senaryoda öngörülene kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu çerçevede Şubat ayından itibaren politika faizi sabit tutulurken Mart ve Nisan aylarında Türk lirası yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması 410 baz puan artırılmıştır. Böylece, politika faizi ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimi sıkılaştırıcı yönde değiştirilerek parasal duruş daha temkinli bir konuma getirilmiştir (Grafik 1.1.1)

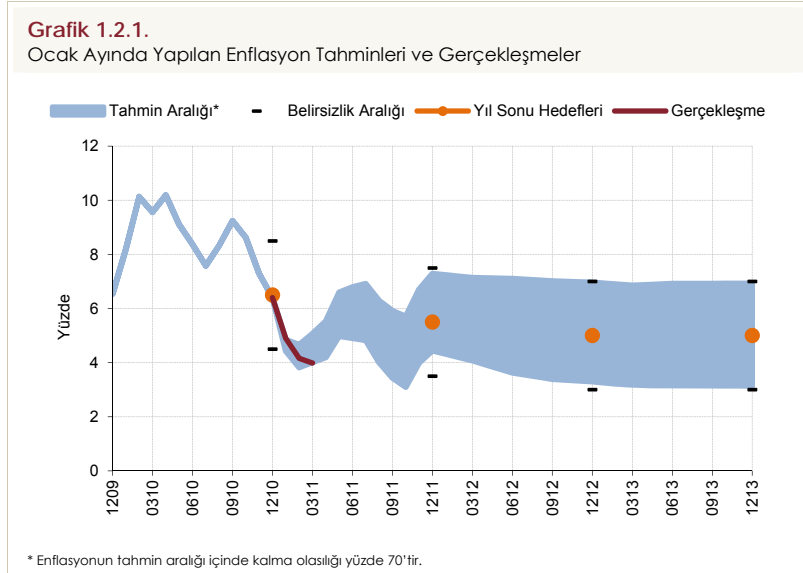


Yılın ilk çeyreğinde kredi büyümesinde bir önceki çeyreğe kıyasla yavaşlama gözlemlense de kredilerin artış hızı henüz finansal istikrar açısından makul görülen oranlara inmemiştir. Süregelen parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkisiyle yılın ikinci çeyreğinde kredi kullanımının ivme kaybetmeye devam edeceği

tahmin edilmektedir. İlk çeyrekte bono ve tahvil piyasasının yansıttığı piyasa faizleri her vadede yükselmiş, orta vadeli reel faizler bir önceki Rapor'un yayımlanma döneminden bu yana yaklaşık 150 baz puan artmıştır. Piyasa faizlerindeki artışın ve zorunlu karşılık düzenlemelerinin getirdiği maliyet etkisinin kredi faizlerine gecikmeli olarak yansması beklenmektedir. Nitekim, son dönemde, mevduat ve özellikle kredi faizlerinde yukarı yönlü bir hareket başlamıştır. Bütün bu gelişmeler, 2011 yılının ikinci çeyreğine girilirken politika bileşiminin sıkılaştırıcı etkilerinin giderek daha belirgin olarak hissedildiğine işaret etmektedir.

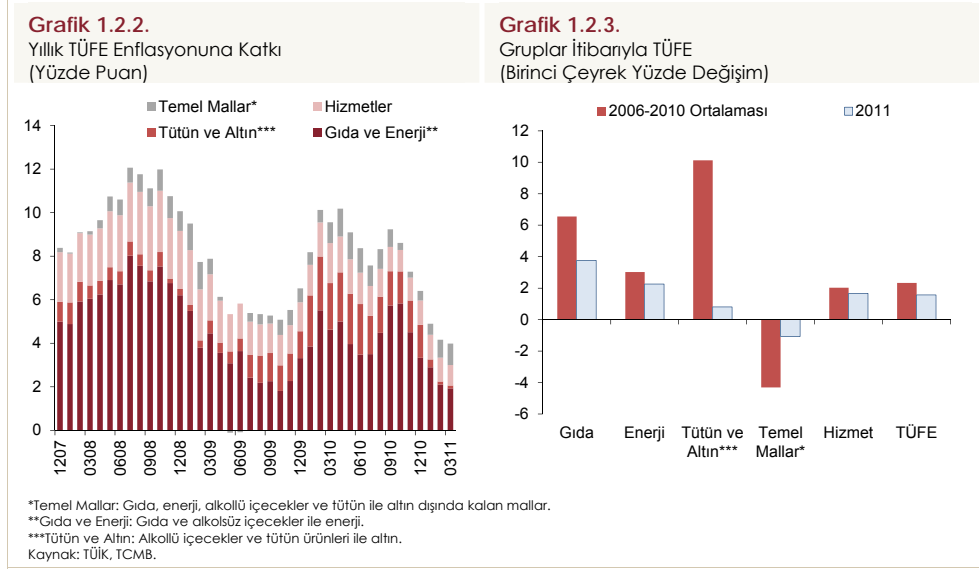
## 1.2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

2010 Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda, enflasyondaki yükselişin TCMB'nin tamamen kontrolü dışında olan işlenmemiş gıda ve tütün kalemlerinden kaynaklandığı vurgulanmış ve ilerleyen dönemlerde enflasyonun hızlı bir düşüş sergileyeceği tespiti yapılmıştı. Nitekim, takip eden iki çeyrek boyunca enflasyon 5,2 puan gerilemiş ve Mart ayı itibarıyla yüzde 4 seviyesine düşerek Ocak Enflasyon Raporu'ndaki tahminimizin alt sınırına yakın gerçekleşmiştir (Grafik 1.2.1).



Enflasyondaki hızlı düşüşte işlenmemiş gıda, enerji ve tütün fiyatlarındaki baz etkisinin ortadan kalkmasının yanı sıra hizmet fiyatlarındaki olumlu seyir de belirleyici olmuştur (Grafik 1.2.2). Öte yandan, ithalat fiyatlarındaki hızlı artış ve Türk lirasının değer kaybı nedeniyle temel mal grubu fiyat artışlarının hızlandığı görülmüştür. Nitekim, yılın birinci çeyreğinde temel mal grubu dışındaki bütün alt

kalem fiyatlarının değişim oranları geçmiş yıllar ortalamasının altında kalmıştır (Grafik 1.2.3).



### Arz ve Talep Gelişmeleri

2010 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ocak Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlama beklemediğimiz gibi geçici olmuş ve iktisadi faaliyet son çeyrekte oldukça güçlü bir artış sergilemiştir. Bu dönemde toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışmanın daha belirgin hale gelmesi, uygulanan yeni politika bileşiminin gerekliliğini teyid etmiştir.

2011 yılının ilk çeyreğine ilişkin veriler, iç talepteki artışın desteğiyle iktisadi faaliyetin öngörülenden canlı seyrettiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda, tahminlerimiz güncellenirken toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin bir önceki döneme kıyasla azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bununla birlikte, halen kapasite kullanım oranlarının kriz öncesi seviyelerinin altında, işsizlik oranlarının ise üstünde seyrettiği göz önüne alınarak 2011 yılının ilk çeyreği itibarıyla toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü belirgin bir baskı oluşturmadığı bir görünüm çizilmiştir.

### Varsayımlardaki Güncellemeler

Küresel iktisadi büyümenin öngörüldüğü şekilde devam etmesi nedeniyle Türkiye için ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksine ilişkin projeksiyonlarda önemli bir değişim olmamıştır. Dolayısıyla, dış talep koşullarına ilişkin varsayımlarda enflasyon tahminlerine etki edecek bir güncelleme yapılmamıştır.

Petrol ve diğer ithalat fiyatlarına dair varsayımlar ise belirgin şekilde yukarı yönlü güncellenmiştir. Ocak Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatlarının 2011 yılı ve sonrasında ortalama 95 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak ithalat fiyatlarının 2011 yılında 2010 yılına kıyasla ortalama yüzde 10,9 oranında artış göstereceği bir görünüm esas alınmıştı. Ancak, geçen süre zarfında daha çok arz yönlü gelişmeler nedeniyle petrol ve diğer emtia fiyatları varsayımların belirgin olarak üzerinde seyretmiştir. Bu doğrultuda, Nisan ayının ilk yarısında oluşan vadeli emtia fiyatları dikkate alınarak, petrol fiyatı varsayımı 2011 yılı ve sonrası için 115 ABD dolarına güncellenmiştir. Buna paralel olarak, ithalat fiyatlarının 2011 yılında bir önceki yıla kıyasla yüzde 16,2 oranında artacağı varsayılmıştır. Varsayımlardaki bu değişiklik 2011 yıl sonu enflasyon tahminini yaklaşık 50 baz puan artırıcı yönde etkide bulunurken 2012 yılı enflasyon tahmininin de sınırlı oranda yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

2011 enflasyon tahmini üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur kumaş ve hazır giyimde gümrük vergisi oranlarının yükseltilmesi olmuştur. Bu gelişmenin fiyatlara nasıl yansıtacağı konusunda önemli belirsizlikler mevcut olmakla birlikte, tahminler güncellenirken söz konusu düzenlemenin yıl sonu enflasyonu üzerinde yaklaşık 50 baz puan yukarı yönlü etkide bulunacağı varsayılmıştır (Kutu 3.1).

Gıda fiyatlarında ise, son dönemde gözlenen olumlu seyre rağmen, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki aşırı oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar dikkate alınarak, temkinli bir yaklaşımla 2011 yıl sonu için yüzde 7,5 düzeyindeki gıda enflasyonu varsayımı korunmuştur.

Sonuç olarak, temelde enerji fiyatlarındaki hızlı artışlar ve gümrük vergisi ayarlamaları gibi para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelerden dolayı 2011 yıl sonu enflasyon tahminimizin orta noktası 1 puan yukarı güncellenmiştir.

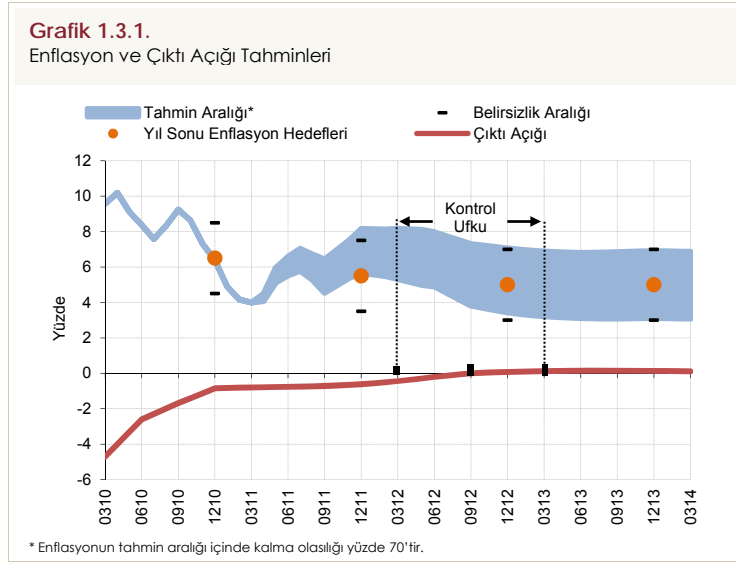
## Maliye Politikası

Enflasyon tahminleri üretilirken Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları esas alınmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde faiz dışı bütçe harcamalarının büyük ölçüde OVP hedefleri doğrultusunda gelişmesi nedeniyle maliye politikası görünümünde kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır. Dolayısıyla, tahminler üretilirken, faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerilemeye devam edeceği varsayılmıştır. Tahmin ufku boyunca kamu borcunun milli gelire oranındaki düşüşün devam ettiği, 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

Uygulanan yeni politika çerçevesinde para politikası duruşundaki değişiklikler kısa vadeli faizlerin yanı sıra piyasadaki likidite koşulları ve zorunlu karşılık oranları gibi politika bileşimini belirleyen diğer araçlarla da yapılabilmektedir. Politika duruşu değiştirilirken hangi politika aracının ne şekilde kullanılacağı sorusunun cevabı finansal istikrarı ve fiyat istikrarını etkileyen unsurlar tarafından belirlenmektedir. Önümüzdeki dönemde küresel konjonktürden kaynaklanan belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle, politika bileşiminin içeriği konusundaki esnekliğin korunması gerektiği düşünülmektedir. Dolayısıyla, mevcut raporda da enflasyon tahminlerinin arka planındaki para politikası duruşunun iletişimi 'parasal sıkılaştırma' kavramı üzerinden yapılmakta, hangi politika aracının ne oranda kullanılacağına ilişkin ayrıntılı bilgi verilmemektedir.

Bu çerçevede, 2011 yılının ikinci yarısında sınırlı ölçüde ilave bir parasal sıkılaştırmaya gidilerek yıl sonunda kredi büyüme hızının yüzde 20-25 aralığına getirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 5,6 ile yüzde 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,4 ile 7,0 aralığında (orta noktası yüzde 5,2) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 1.3.1).



Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda daha somut bir perspektif vermek amacıyla, tahminler sunulurken kredilerin yıllık artış hızına dair rakamsal bir aralık verilmiştir. Belirtilen kredi artış hızlarının TCMB için katı bir hedef olmadığı vurgulanmalıdır. Orta vadeli enflasyon hedefi ile uyumlu olan nominal kredi büyümesi enflasyon, büyüme ve toplam talebin bileşimi gibi unsurların seyrine göre yıldan yıla farklılaşabilecektir.

Önümüzdeki üç çeyrek boyunca temelde gıda fiyatlarından kaynaklanan baz etkisi nedeniyle enflasyonun belirgin dalgalanmalar göstereceği tahmin edilmektedir. Gıda yıllık enflasyonunun ikinci çeyrekte yükseleceği, üçüncü çeyrekte düşeceği, son çeyrekte ise yukarı yönlü belirgin bir hareket sergileyeceği tahmin edilmektedir. Bu dalgalanmalar Grafik 1.3.1'de görüldüğü gibi genel enflasyonun seyrine de yansımaktadır.

Enflasyonun 2011 yılı sonunda yüzde 5,5 olan hedefin üzerinde tahmin edilmesinin temel sebebi, yukarıda da belirtildiği gibi, ithalat fiyatlarındaki belirgin artışlardır. 2010 yılı Ekim ayından bu yana emtia fiyatlarında gözlenen birikimli artışların 2011 yılı enflasyonu üzerindeki etkisinin 90 baz puan civarına ulaşacağı hesaplanmaktadır (etkinin yaklaşık 40 baz puanı Ekim Enflasyon Raporu'nda, 50 baz puanı bu raporda tahminlere yansıtılmıştır). Bunun dışında gümrük vergisi düzenlemelerinin de 2011 enflasyonunu yaklaşık 50 baz puan yukarı yönlü etkileyeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, 2011 yılı sonunda enflasyonun hedefin üzerinde tahmin edilmesi tamamen para politikasının kontrolü dışındaki

gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede, Nisan ayı Para Politikası Kurulu (Kurul) toplantısından sonra yapılan açıklamada petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların birincil etkilerine tepki verilmeyeceği ifade edilmiş, ancak ikincil etkilerin yakından izlenerek fiyatlamada davranışlarında bozulma olmasına izin verilmeyeceği vurgulanmıştır.

Açıklanacak her türlü yeni verinin 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

Süregelen parasal sıkılaştırmanın krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, söz konusu etkinin boyutu ve zamanlaması para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. TCMB, alınan tedbirlerin fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki gecikmeli etkilerini yakından izlemeye devam edecek ve gerektiği takdirde ilave tedbirler alacaktır.

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 etkisi değil, aynı zamanda (iç ve dış talep gibi) 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.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler, bir önceki rapor dönemine kıyasla azalmakla beraber, halen önemini korumaktadır. Birçok gelişmiş ülkede kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunlar henüz tam anlamıyla çözülmüştür. Ayrıca borç dinamiklerinin sürdürülebilirliği ve olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler sürmektedir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki hızlı artışlar da küresel büyümeyi yavaşlatma potansiyeli taşımaktadır. Bütün bu unsurlar, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Gelişmiş ülkelerde öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme döneminin yaşanması, bir yandan dış talebimize ilişkin aşağı yönlü riskleri beslerken diğer yandan ülkemize yönelik kısa vadeli



sermaye akımlarının güçlü kalma olasılığını gündemde tutmaktadır. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi durumunda düşük bir politika faizi, yüksek zorunlu karşılık oranları ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşimi uzun süre uygulanabilecektir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler devam etmekle birlikte yukarı yönlü riskler de giderek önem kazanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde uygulanan olağanüstü genişletici para politikalarının küresel iktisadi faaliyet ve küresel enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri konusunda önemli belirsizlikler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda gelişmiş ülkelerde enflasyon baskıları beklenenden daha erken ortaya çıkabilecektir. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde gerek küresel politika faizlerindeki yükseliş gerekse talep yönlü enflasyon baskısı karşısında politika faiz oranının ve zorunlu karşılıkların birlikte artırılması gündeme gelebilecektir.

Petrol ve diğer emtia fiyatlarının seyrine dair belirsizlikler devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde emtia fiyatlarındaki artışların sürmesi ve bu durumun orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde baz senaryoda öngörülene kıyasla daha erken bir tarihte ilave parasal sıkılaştırmaya başlanabilecektir. Bununla birlikte, emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar aynı zamanda cari dengeyi de bozacağından, politika tepkisi verilirken makro finansal riskler de gözetilecektir. Dolayısıyla, uygulanacak politika bileşiminin içeriği dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesi gibi diğer unsurların görünümüne göre farklılaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edecektir. Rapor'da baz senaryoda yer alan enflasyon tahminleri bütçe harcamalarının milli gelire oranının OVP ile uyumlu bir çerçevede seyredeceğini 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. Mevcut konjonktürde iç ve dış talep arasındaki ayrışmaya bağlı olarak artan cari açığın getirdiği risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. OVP projeksiyonlarından daha güçlü seyreden

İktisadi faaliyetin sağladığı ek vergi gelirlerinin tasarruf edilmesi, fiyat istikrarına ve finansal istikrara dair riskleri azaltacağı gibi yeni politika bileşiminin etkinliğini de artıracaktır.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya 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, OVP'nin ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar büyük önem taşımaktadır.