



EKONOMİK GÖRÜNÜM



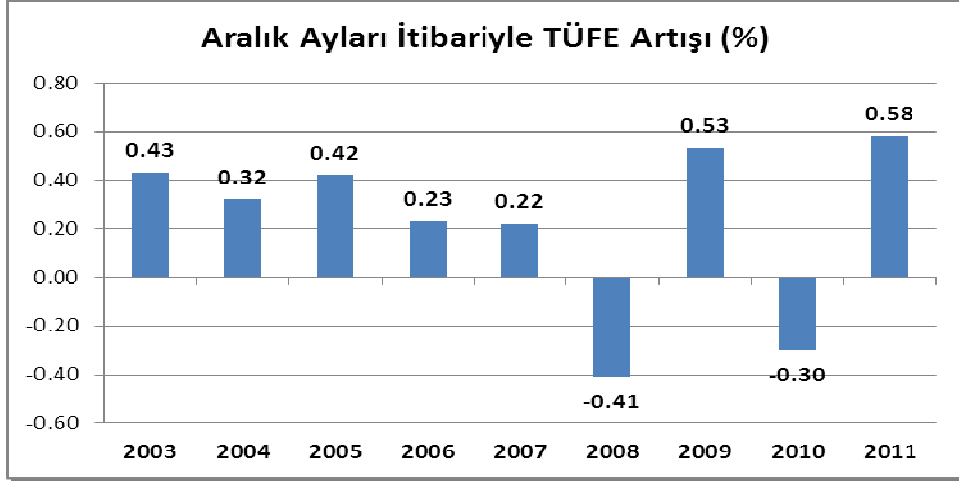
EKONOMİK VE MALİ POLİTİKA GENEL BAŞKAN YARDIMCILIĞI
Ocak 2012, No:18

Bu sayıda;

2011 yılı Aralık ayı Enflasyon verileri değerlendirilmiştir.

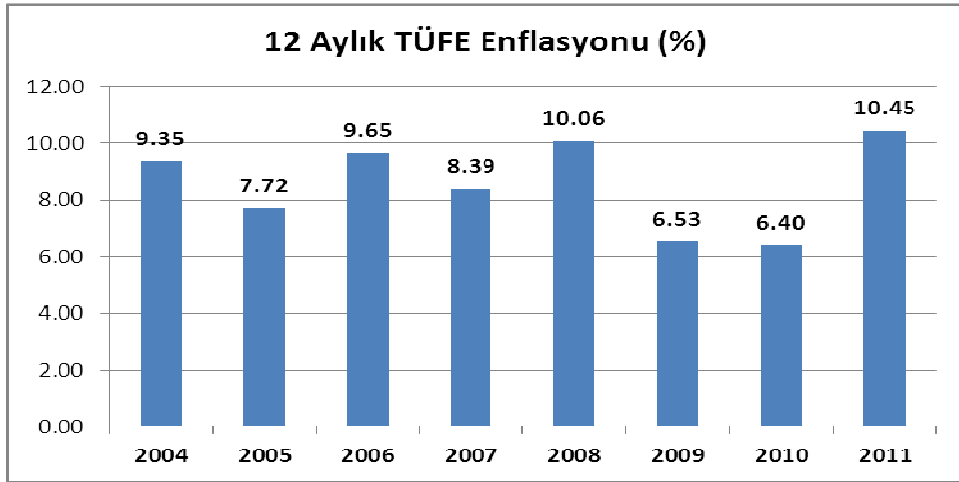
Enflasyonda çifte rekor...

- **2011'i enflasyonda çifte rekor ile uğurladık.**
- 2011'in Aralık ayında TÜFE, 2003 yılından bu yana yayımlanan mevcut seride, en yüksek Aralık enflasyonunu kaydederek, % 0,58 arttı.



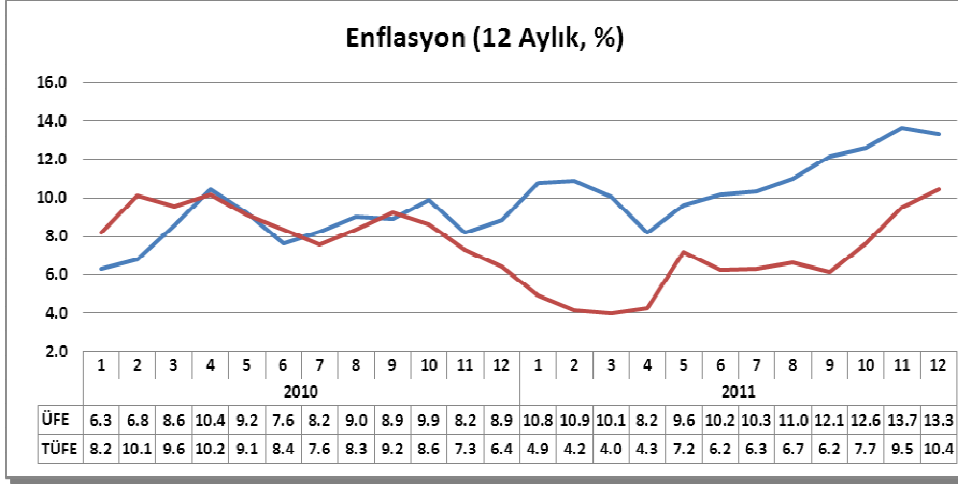
Kaynak: TÜİK

- İkinci rekor ise 12 aylık enflasyonda yaşandı. **Mevcut seride son sekiz yılın en yüksek enflasyonu 2011'de gerçekleşti.** 2011'de enflasyon, bir önceki yıla göre, 4 puanın üzerinde artarak % 10,45'e yükseldi. 2011 enflasyon hedefi % 5,5'di.



Kaynak: TÜİK

- 2011'de Üretici Fiyatları ise % 13,3 artarak, 2004'den bu yana en yüksek artışını göstermiş oldu.

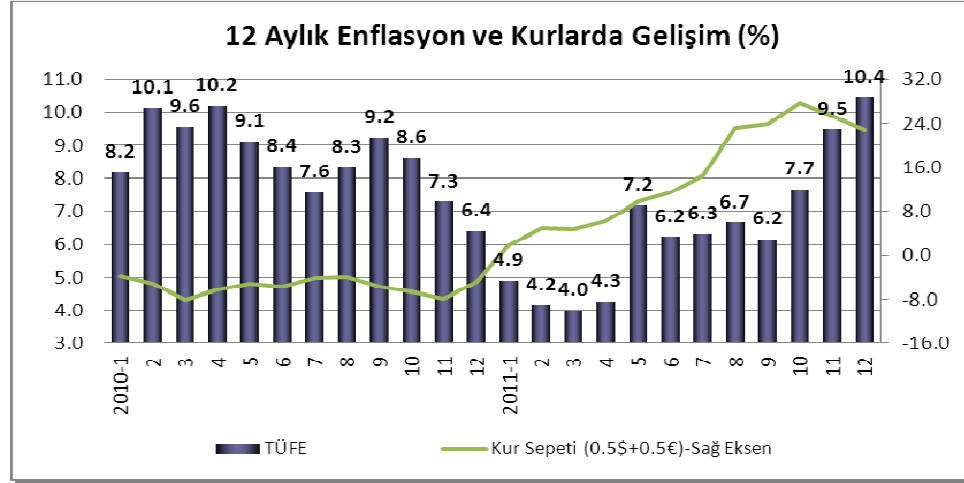


Kaynak: TÜİK

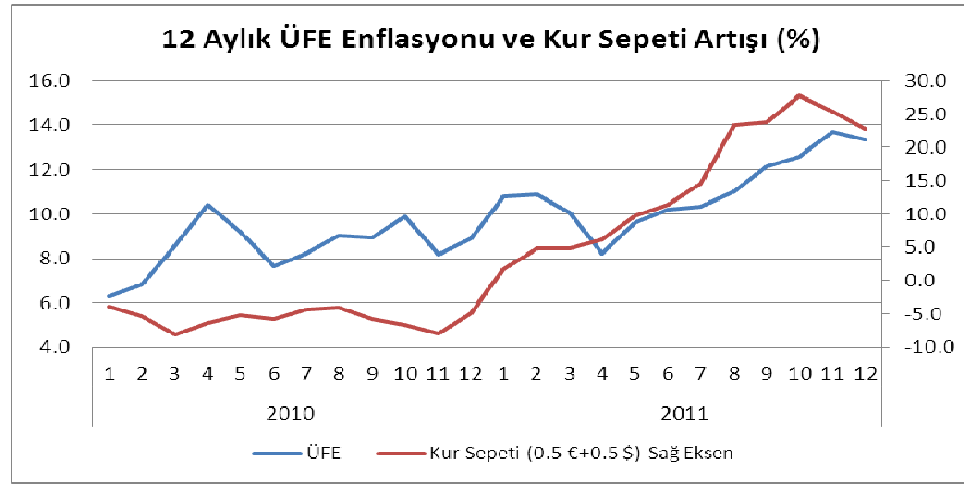
- Enflasyondaki rekorların gerisinde büyük ölçüde döviz kurunda yaşanan gelişmeler var. Merkez Bankası, geçen yıl, yaptığı değerlendirmelerde kurdan enflasyona geçişkenliğin Türkiye’de azaldığını söylese de, döviz kurundaki gelişmeler enflasyonu halen yakından ilgilendiriyor¹.
- Son bir yılda TL, kur sepeti (0,5 \$+0,5 €) karşısında % 22 değer kaybetti. Değer kaybının 2011 yılı boyunca sürdüğü dikkate alındığında TL’deki değer kaybının enflasyona etkisinin ilerleyen aylara da yansımaları olası.
- Nitekim bu kaygı, geçen yıl ki söyleminin aksine, Merkez Bankası’nın döviz kuruna müdahalelerinin gerekçesine de yansıyor. Merkez Bankası 2 Ocak 2012 tarihinde yayımladığı “İstisnai Günlerde Uygulanacak Para Politikası” duyurusunda dövize doğrudan müdahalelerin gerekçesi olarak, döviz kurundaki iktisadi temellerden kopuk hareketlerin enflasyon beklentilerini bozmasına izin vermemek olarak açıkladı.
- Döviz kurunda ‘iktisadi temellerden kopuk hareketler’ gerekçesi yaşananlar dikkat alındığında tartışmalı olduğu kadar, gerçekçi de görünmüyor.
- TL’de yaşanan değer kaybının sürekliliği, cari açık nedeniyle döviz talebinin sürmesi, kısa vadeli dış borç ödemelerinin büyüklüğü, 2011’in son işlem günü başlayan ve 2012’nin ilk işlem günlerinde devam eden yoğun müdahaleye karşın döviz kurunun bir türlü gevşememesi gibi hususlar müdahalenin gerekçesini büyük ölçüde zayıflatıyor.

¹ “Türkiye’de Ters Dolarizasyon”, 18 Mayıs 2011, Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçının sunumu, sayfa 9.

- Gerekçedeki zayıflığa rağmen, enflasyonun geldiği yüksek düzey, bu konuda asli görevli Merkez Bankasını da nihayet rahatsız etmeye başlamış görünüyor. Bu rahatsızlıkla Merkez Bankası döviz kurunu yeniden çapa yapmaya çalışıyor. En azından verdiği görüntü bu...
- “Enflasyon tutmaz ise yazarsın bir mektup olur biter” yaklaşımından, bu noktaya gelmek de önemli...



Kaynak: TÜİK, TCMB

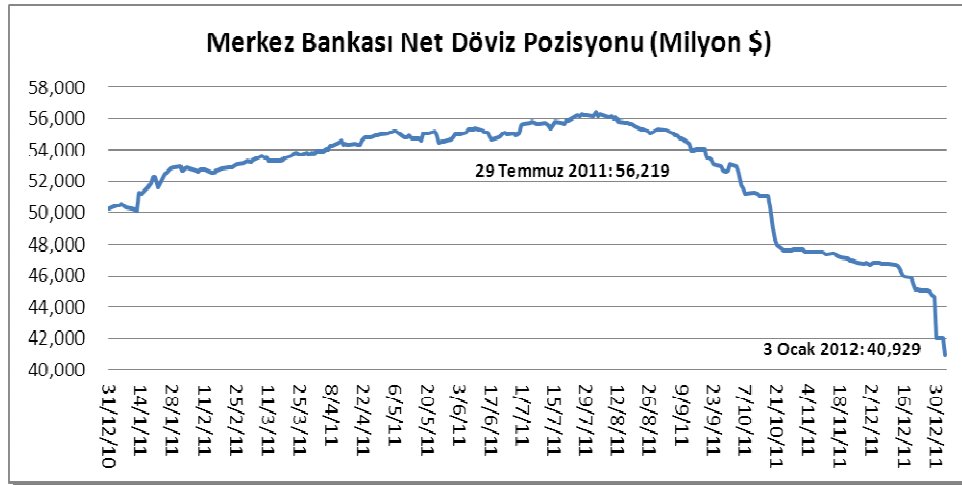


Kaynak: TÜİK, TCMB

- Ancak izlenen bu politikanın iç ve dış olmak üzere iki temel kısıtı mevcut. Dışarıda işler kısa vadede çok yatışacak gibi görünmüyor. Bazı ülke borçlarının iskonto edilmesi ve Avrupa Bankalarının yeni sermaye ihtiyacı, bizim gibi ülkelere akacak fonları büyük ölçüde sınırlandırıyor. Dolayısıyla daha önceden alışılan kura yaslanarak enflasyonu

kontrol etme politikası uluslararası likiditedeki daralma nedeniyle artık mümkün değil.

- İç kısıt ise, Merkez Bankası rezervlerinin düzeyi. Rezervler benzer ekonomilerle kıyaslandığında oldukça düşük düzeylerde.²
- Merkez Bankası'nın döviz cinsinden varlık ve yükümlülükleri arasındaki farka eşit olan net döviz pozisyonu 2012'nin ikinci iş gününde 40,9 milyar dolara kadar geriledi. Bu rakam, geçen Temmuz sonunda 56,2 milyar dolar düzeyinde idi.
- Merkez Bankası net rezervleri halen yüksek sayılmakla birlikte; rakamlar bankanın manevra alanının giderek daraldığını gösteriyor³.



Kaynak: TCMB, Günlük Analitik Bilançodan Kendi Hesaplamamız

- Merkez Bankası söz konusu iç ve dış kısıtları kısa vadede TL likiditeyi sıkılaştırmak suretiyle aşmaya çalışıyor. Böylece döviz talebin TL maliyetini artıracığını düşünüyor. Nitekim kâğıt üstünde % 5,75 olan politika faizi, uygulamada % 12,5'e geldi. İkincil piyasada referans borçlanma kâğıdının faizi de % 11,8'e kadar çıktı.
- Merkez Bankasının bu fiili faiz hamlesi Hazine'nin borç dinamiklerini de yakından ilgilendiriyor.
- Faizlerdeki fiili artışa rağmen, beklenen reel faiz (faiz/gerçekleşen 12 aylık enflasyon) halen % 1,5 - 2 düzeyinde. Bu, para politikasının yeterince sıkı olup olmadığı konusunda tartışmaları gündeme getirebilir. Nitekim bize benzer Brezilya'nın politika faizi % 11 iken; 2011'de Brezilya'nın gerçekleşen enflasyonu % 6,5 düzeyinde.

² Bu konuda karşılaştırmalı bilgi için bakınız Ekonomik Görünüm Raporu No: 13, Kasım 2011.

³ 2009 sonunda net döviz pozisyonu 37,7 milyar dolar düzeyinde idi.

- Mevcut tüm bu kısıtlara, Merkez Bankasının belirsizlikleri özendiren politikaları da eklendiğinde enflasyonla mücadele konusunda Merkez Bankasının samimiyet ve güvenilirliği de sorguya açılıyor. Sonuçta, Merkez Bankasının hedef seti giderek genişliyor ve her ay farklı bir hedef öne çıkıyor.
- Nitekim ileriye yönelik enflasyon beklentileri Merkez Bankası'nın 2012 hedefinin oldukça üzerinde seyretmeye devam ediyor. Ortaya çıkan bu güven açığı ilerleyen dönemde Merkez Bankasının oyun alanını daha da daraltabilir.

Tablo: Enflasyon Hedef, Beklenti ve Gerçekleşmeleri (% Puan)

	Hedef	Beklenti*	Gerçekleşme	Gerçekleşme- Beklenti Farkı	Gerçekleşme- Hedef Farkı
2003	20	24.8	18.4	-6.4	-1.6
2004	12	14	9.3	-4.7	-2.7
2005	8	8.7	7.7	-1	-0.3
2006	5	5.9	9.7	3.8	4.7
2007	4	7.2	8.4	1.2	4.4
2008	4	6.1	10.1	4	6.1
2009	7.5	8.5	6.5	-2	-1
2010	6.5	6.5	6.4	-0.1	-0.1
2011	5.5	7	10.4	3.4	4.9
2012	5	7.1

Kaynak: TCMB,

(*) Bir önceki yılsonunda gelecek 12 ay sonrası için enflasyon beklentisi

- Sonuç olarak, 2011'i enflasyonda rekorlarla kapadık. Yeni yıla ise enflasyonu yeniden hatırlayan veya en azından öyle görüntü veren, bir Merkez Bankası ile girdik.
- Dışarıda haberler nispeten yumuşamakla beraber işler halen karışık. Ekonomik sorunlara, sınırlarımızda yeni siyasi belirsizlikler de ekleniyor. İran ve Hürmüz Boğazı üzerinde başlayan belirsizlikler petrol fiyatları başta olmak üzere emtia fiyatlarını olumsuz etkileyecektir.
- Merkez Bankasının politika hedeflerinde sürekli yaşanan değişiklikler ve bankaya duyulan güven açığı da enflasyonunun gelecek dönemdeki gelişimini tehdit edecek diğer unsurlar olarak görünüyor.