

7. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde öncelikle, TCMB'nin son dönemde izlediği para politikası çerçevesi ile bu doğrultuda alınan para politikası kararları konusunda bilgi verilmektedir. Daha sonra, tahminlere temel oluşturan varsayımlar özetlenmekte, bu çerçevede üretilen orta vadeli enflasyon ve çıktı açığı tahminleri ile para politikası görünümü önümüzdeki üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

7.1. Son Dönemde Alınan Para Politikası Kararları

Yurt içi talep yılın üçüncü çeyreğinde istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, iç ve dış talepteki ayrışma daha da belirgin hale gelmiştir. Maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki genişletici etkileri belirginleşirken, dış talepteki zayıf toparlanma eğilimi devam etmiştir. Bununla birlikte, toplam talep koşulları henüz enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturacak düzeye gelmemiştir. Buna karşın, 2010 yılı ikinci yarısında gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin toparlanma hızları arasında gelişmekte olan ekonomiler lehine olan ayrışma iyice belirginleşmiş, gelişmekte olan ülkelerin göreceli risk primlerinde azalış gözlenmiştir. Bunun yanında, yılın son çeyreğinde ABD ve Avrupa ekonomilerindeki gelişmeler ve alınan kararlar küresel ölçekte parasal genişlemeye yol açmıştır. Gerek düşen risklilik gerekse genişletici politikalar, 2010 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini desteklemiştir. Söz konusu niceliksel genişleme paketlerinin sermaye hareketlerini artırıcı ve dolayısıyla cari işlemler dengesini bozucu etkilerini sınırlamak amacıyla, gelişmekte olan ülkeler niceliksel sıkılaştırmaya gitmeye başlamıştır.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin güçlenerek devam etmesi, iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesi, cari işlemler açığında gözlenen artışa katkıda bulunarak Türkiye için de makro finansal riskler açısından dikkatle değerlendirilmesi gerekli bir durumun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bunların bir sonucu olarak, TCMB para politikasını belirlerken fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirini tamamlayıcı olduğu bir çerçeveyi esas almaktadır (Kutu 7.1). Dolayısıyla, fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda TCMB, 2010 yılının son çeyreğinde makro finansal riskleri kontrol altında tutmaya yönelik olarak daha

düşük bir politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimini uygulamaya koymuştur.

Bu çerçevede, sermaye girişlerini uzun vadeye yönlendirmek ve Türk lirasının istikrarını korumak amacıyla, politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Aralık ve Ocak ayında alınan kararlarla yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür. Bunun yanı sıra TCMB, gecelik piyasada uyguladığı borç alma ve borç verme faiz aralığını belirgin şekilde genişletmiştir. Bu doğrultuda TCMB, gecelik borçlanma faiz oranını yüzde 1,50'ye çekmiş, borç verme faiz oranını ise yüzde 9'a çıkarmıştır. Benzer bir düzenleme geç likidite penceresi faiz oranlarında da uygulanmıştır.

TCMB'nin makro finansal riskleri kontrol altında tutma amacı doğrultusunda kullanmaya başladığı politika bileşiminin önemli bir unsuru olan zorunlu karşılık oranlarına yönelik olarak Eylül 2010'dan bu yana önemli kararlar alınmıştır. Öncelikle, çıkış stratejisi kapsamında Türk lirası zorunlu karşılık oranı Eylül ve Kasım aylarında 0,50'şer puan artırılmıştır. Buna ilave olarak, Eylül ayında alınmış olan kararlar zorunlu karşılık oranlarının bir politika aracı olarak daha etkin şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına da son verilmiştir. Aralık ayında kapsamlı bir düzenlemeye daha gidilerek, gerek bankacılık sisteminde yükümlülüklerinin vadesinin uzatılması ve banka bilançolarındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması, gerekse yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amacıyla yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmıştır. Bu doğrultuda kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları artırılmış, ayrıca bankaların, birbirleriyle ve TCMB'yle yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonların zorunlu karşılık kapsamına alınması suretiyle zorunlu karşılık tabanı genişletilmiştir. Son olarak, 24 Ocak 2011 tarihinde alınan kararlar Türk lirası zorunlu karşılık oranları, kısa vadeli mevduat/katılım fonu ve bunlar dışındaki diğer yükümlülükler için yeniden yükseltilmiştir. Zorunlu karşılıklara ilişkin olarak 16 Ekim 2009 tarihinden itibaren yapılan düzenlemeler Tablo 7.1.1'de özetlenmiştir. Tablonun son sütunundan da görüleceği gibi, yükümlülüklerin payı dikkate alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları, 23 Eylül'den bu yana yaklaşık 4,4 yüzde puanlık bir artışa işaret etmektedir.

Zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin maliyet ve likidite kanalları üzerinden kredi piyasasını etkilemesi beklenmektedir (Kutu 7.2). Söz konusu düzenlemelerle piyasadan toplam olarak yaklaşık 22,5 milyar Türk lirası çekilmiş olacaktır. Bu tutar, güncel veriler itibarıyla Türk lirası cinsinden mali kesim hariç kredilerin yaklaşık olarak yüzde 5,8'ine tekabül etmektedir. Zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının artırılması yoluyla maliyet ve likidite kanalından gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın, faiz indirimlerinin genişletici etkisini fazlasıyla telafi edeceği değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, TCMB'nin son dönemde aldığı para politikası kararlarının net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olması beklenmektedir.

Tablo 7.1.1 Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar
(Yüzde)

Karar Tarihi	Vadesiz	1 aya kadar	3 aya kadar	6 aya kadar	1 yıla kadar	1 yıl ve daha uzun	Birikimli	Mevduat /katılım fonu dışı diğer*	Ağırlıklı Ortalama
16 Ekim 2009	5	5	5	5	5	5	5	5	5
23 Eylül 2010	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
12 Kasım 2010	6	6	6	6	6	6	6	6	6
17 Aralık 2010	8	8	7	7	6	5	5	8	7,4
24 Ocak 2011	12	10	9	7	6	5	5	9	9,4

*17 Aralık 2010 tarihli düzenlemeyle bankaların TCMB ve kendi aralarında yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.

Kaynak: TCMB.

Bir yandan döviz rezervlerini kuvvetlendirmek amacıyla ülkemize yönelik sermaye akımlarından daha etkin bir şekilde faydalanmak, diğer taraftan akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek doğrultusunda Ekim ayında döviz alım ihalelerinde yöntem değişikliği yapılmıştır. Bu doğrultuda gerçekleştirilen haftalık ilave ve toplam döviz alım tutarları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir (Tablo 7.1.2). 3 Ocak 2011 tarihinden itibaren gerçekleştirilecek düzenli ihalelerde ise bankaların opsiyon hakkı olmayacağı karara bağlanmıştır. Ayrıca aynı kararla günlük ihale alım tutarı 50 milyon ABD dolarına yükseltilerek, opsiyon uygulamasının sona erdirilmesinden ötürü Merkez Bankası'nın döviz alımlarının belirgin şekilde hız kesmemesinin sağlanması amaçlanmıştır.

Tablo 7.1.2. Yeni Döviz Alım İhale Yöntemi Sonrası Döviz Alım Tutarları

(Milyon ABD Doları)

Dönem	İlave Döviz Alımı	Toplam Döviz Alımı
Ekim 2010	1.500	2.220
Kasım 2010	1.340	1.940
Aralık 2010	420	1.691
Ocak 2011*	0	650
Toplam	3.260	6.501

*20 Ocak 2011'e kadar olan alımları içermektedir.

Kaynak: TCMB.

7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'ndaki görünümle uyumlu bir resim çizmiş ve yılın ilk yarısına kıyasla daha yavaş bir toparlanma eğilimi sergilemiştir. Yurt içi talep istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunlar paralelinde dış talepteki zayıf seyir devam etmiştir. Bu bağlamda, iç ve dış talebin toparlanma hızlarına ilişkin ayrışma daha da belirginleşmiştir. Söz konusu dönemde, kamu yatırımlarının yıllık büyümeye olumlu katkısı devam ederken, özel tüketim talebindeki artış eğiliminin güçlenerek sürdüğü görülmektedir. Bu dönemde öngörülerimizle uyumlu olarak ihracat gerilerken, ithalat yüksek oranda büyümüş ve net ihracatın büyümeye olumsuz katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır.

Tüketici enflasyonu 2010 yılında yüzde 6,4 oranında artmış ve Ekim Enflasyon Raporu'nda paylaşılan öngörülerin altında gerçekleşmiştir (Kutu 7.3). Söz konusu saptamada bir önceki çeyrekte yüksek oranda artış gösteren işlenmemiş gıda fiyatlarının yaptığı düzeltme belirleyici olmuştur. Temel (çekirdek) enflasyon göstergeleri ise orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini korumuştur.

İşlenmemiş gıda fiyatları 2010 yılının üçüncü çeyreğinde yakın tarihin en yüksek artışını gerçekleştirdikten sonra yılın son çeyreğinde taze meyve ve sebze fiyatlarındaki gelişmelerin etkisiyle belirgin bir düzeltme kaydetmiştir. Bunun yanında, kırmızı et fiyatları da ithalata ilişkin alınan önlemler doğrultusunda gerileme göstermiştir. Ekim Enflasyon Raporu'nda, söz konusu mal gruplarının fiyatlarında yılın son çeyreğinde düzeltme olacağı ve gıda enflasyonunda azalış görüleceği belirtilmiştir. Ancak, gerçekleşen düzeltmenin öngörülerin de ötesinde olması nedeniyle, gıda fiyatlarının 2010 yılındaki artış oranı Ekim Enflasyon Raporu'nda belirtilen yüzde 10,5 varsayımının oldukça altında kalarak yüzde 7 olmuştur.

Temel mal grubu enflasyonunda, geçen yılın aynı dönemindeki vergi ayarlamalarının oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkmasıyla, yılın son çeyreğinde azalış gözlenmiştir. Söz konusu etkiden arındırıldığında temel mal grubu enflasyonunda belirgin bir değişim gözlenmemiş olup tarihsel düşük düzeylerin devam ettiği görülmektedir. Benzer şekilde 2010 yılının son

çeyreğinde, hizmet enflasyonu da tarihsel olarak en düşük seviyelerini korumuştur.

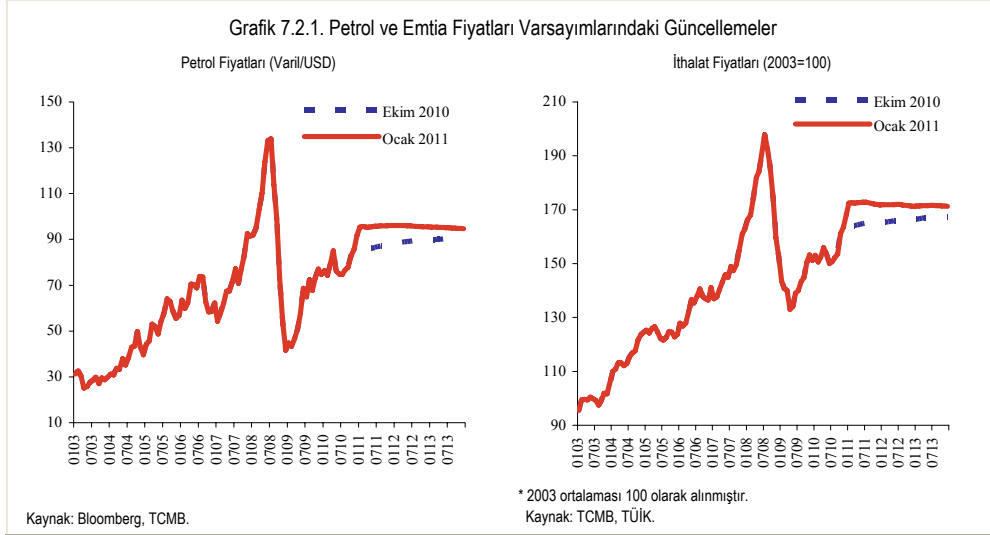
Tablo 7.2.1. 2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme

	Ekim 2010	Ocak 2011
Gıda Fiyat Enflasyonu (Yıllık Yüzde Değişim)	7,0	7,5
İşlenmiş Gıda	5,2	6,0
İşlenmemiş Gıda	9,0	9,0
İthalat Fiyatları (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,1	10,9
Petrol Fiyatları (Yıllık Ortalama, ABD doları)	85	95
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,56	2,60

Yılın son çeyreğinde işlenmemiş gıda enflasyonundaki sert düşüşle gıda enflasyonu beklenenden daha olumlu bir seyir izlemiştir. Bununla birlikte, tarımsal emtia fiyatlarında son dönemlerde gözlenen hızlı artışların işlenmiş gıda fiyatları üzerindeki potansiyel etkileri göz önüne alınarak yüzde 7 düzeyindeki gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7,5 seviyesine yükseltilmiştir (Tablo 7.2.1). Bu gelişmenin 2011 yılı enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi yaklaşık 15 baz puan civarında olmuştur.

Ekim Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatlarının 2011 yılında 85 ABD doları, 2012 yılı ve sonrası için ise 90 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak tahmin ufku süresince ithalat fiyatlarının kademeli artışlar sergileyeceği ve bu çerçevede ithalat fiyatlarının 2011 yılında ortalama olarak 2010 yılına kıyasla yüzde 6,1 oranında artış göstereceği bir görünüm esas alınmıştı. Gerek gelişmiş ülkelerin para politikalarında niceliksel genişleme uygulamalarına devam edilmesi gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki güçlü büyüme eğiliminin korunması, Ekim Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bu yana emtia fiyatlarında hızlı artışların sürmesine neden olmuştur. Hali hazırda vadeli fiyatlar önümüzdeki dönem için yatay bir eğilim gösterse de Ekim ayından bu yana emtia fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar bir önceki döneme göre daha yüksek bir seviyeye işaret etmektedir (Grafik 7.2.1). Bu çerçevede, Ocak ayının ilk yarısında oluşan vadeli emtia fiyatları dikkate alınarak petrol fiyatı varsayımı 2011 ve sonrası için 95 ABD dolarına güncellenmiştir. Ayrıca, yine vadeli emtia fiyatları göz önüne alınarak, ithalat fiyatlarının 2011 yılı için bir önceki yıla kıyasla yüzde 10,9 civarında bir artış

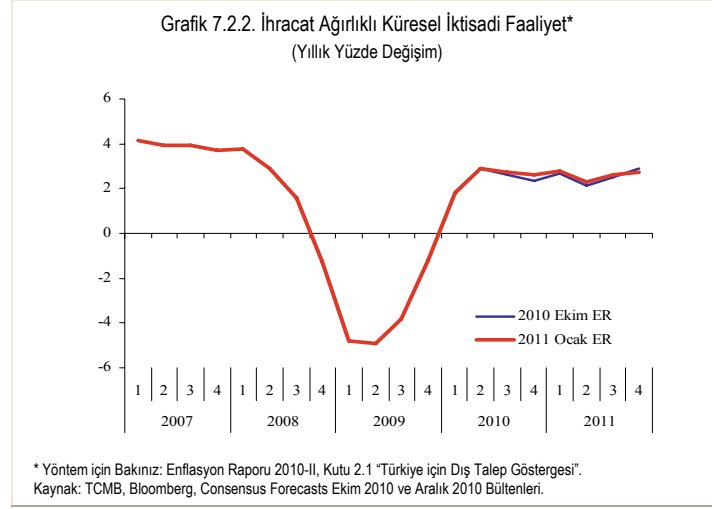
göstereceği varsayılmıştır (Tablo 7.2.1). Varsayımlardaki bu değişiklikler 2011 enflasyon tahminlerinin yaklaşık 35 baz puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.



2010 yılının son çeyreğine ilişkin yakın dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyette üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olduğuna işaret etmiştir. Sanayi üretimi gelişmelerinin yanı sıra kapasite kullanım oranı ve sipariş beklentileri gibi anket göstergeleri imalat sanayi üretiminde yılın son çeyreğinde güçlü bir artış eğilimi göstermiştir. Bunun yanında, talep belirsizliğinin azalması ve Türkiye'nin görece performansındaki olumlu görünümün dış finansman erişimini kolaylaştırması ile birlikte yatırım harcamalarının toparlanma eğilimini önümüzdeki dönemde de sürdüreceği tahmin edilmektedir. Başta ara malı üreten sektörler olmak üzere imalat sanayinde kapasite kullanım oranlarındaki toparlanma eğilimi oldukça hızlanmıştır. Ayrıca, yılın son çeyreğinde maliye ve para politikalarının yurt içi talep üzerindeki etkileri belirginleşirken, tüketim eğilimi de giderek güçlenmiş ve özel kesim talebindeki toparlanma ivme kazanmıştır.

Buna karşın, dış pazarlardaki büyümeye yönelik riskler devam etmektedir. Küresel iktisadi faaliyet, gelişmekte olan ülkelerdeki istikrarlı büyümeye bağlı olarak kademeli olarak toparlanmaya devam ederken, gelişmiş ülkelerin büyüme görünümü kırılma yapısını sürdürmüştür. Bu bağlamda, Türkiye'nin ağırlıklı olarak ihracat yaptığı gelişmiş ülkelerdeki toparlanma yavaş gerçekleşmektedir. Nitekim, TCMB bünyesinde oluşturulan ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksi, Türkiye'nin ihracat yaptığı

ülkelerdeki büyümenin bir müddet daha kriz öncesi seviyesinin altında kalacağına işaret etmektedir (Grafik 7.2.2).



Bu değerlendirmeler doğrultusunda, tahminler üretilirken, dış talepteki zayıf seyre karşın iç talepteki canlanma eğilimi göz önüne alınarak, 2010 yılının son çeyreğinde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının bir önceki Rapor dönemine göre azaldığı bir çerçeve esas alınmıştır. Bu bağlamda, orta vadeli öngörüler üretilirken kullanılan çıktı açığı tahminleri başlangıç noktası itibarıyla yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, son dönemde gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma göz önüne alınarak, 2011 yılı boyunca çıktı açığının daha yavaş kapandığı bir çerçeve esas alınmıştır (Grafik 7.3.3).

Küresel ekonomiye ilişkin orta vadeli görünümün Ekim ayı Enflasyon Raporu'ndan sonraki dönemde çok sınırlı bir iyileşme kaydetmiş olmasına karşın, dış pazarlardaki büyümeye yönelik aşağı yönlü riskler devam etmektedir. Nitekim, dış talebimizde önemli yere sahip pek çok gelişmiş ekonomide kriz öncesi GSYİH seviyelerine henüz ulaşılmış değildir. Ayrıca, geçici faktörlerin etkilerini yitirmesi nedeniyle, 2011 yılında küresel büyüme oranının 2010 yılına kıyasla bir miktar gerilemesi beklenmektedir.

ABD'de 2010 yılının son çeyreğinde açıklanmış olan öncü göstergelerin, ABD ekonomisinde son dönemde büyümeye ilişkin gözlenen olumlu eğilimin devam edebileceğine işaret etmesine rağmen, aşağı yönlü risklerin de önemini koruduğu gözlenmektedir. ABD ekonomisindeki nispeten olumlu gelişmelere karşın, 2010 yılının son çeyreğinde büyümenin önemli ölçüde yavaşladığı euro bölgesinde toparlanmanın yavaş ve kademeli gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Euro bölgesindeki özellikle çevre ülkelerin kamu maliyesi ve bankacılık sektöründeki sorunlar euro bölgesinin 2011 yılındaki büyüme görünümünü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlardır. Dolayısıyla, orta vadeli tahminler üretilirken dış talebin 2011 yılı içinde kademeli ve sınırlı şekilde toparlanmaya devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır.

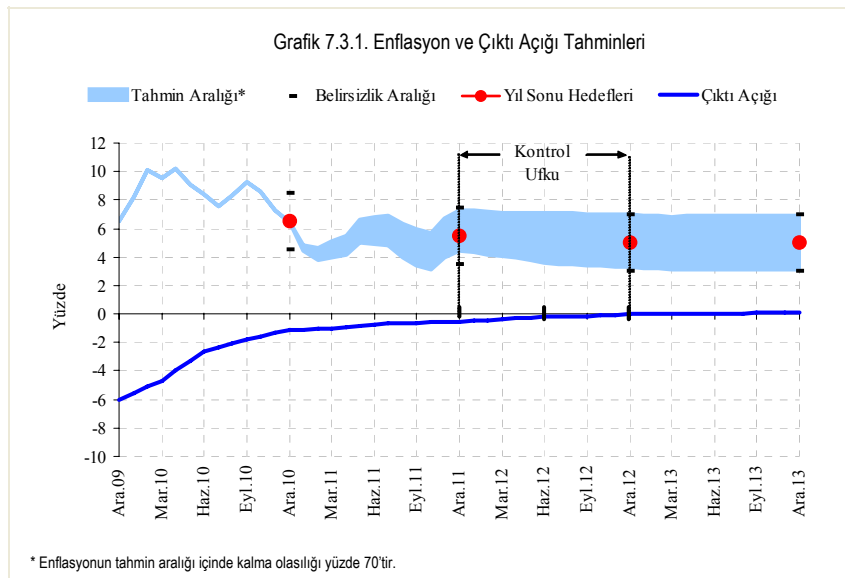
2010 yılının dördüncü çeyreğinde önde gelen gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişleme önlemleri almaları, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentileri güçlendirerek gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Öte yandan, Avrupa'daki ülke borçluluklarına dair endişelerin Kasım ayından itibaren artması, riskli varlıklardan kaçınma eğiliminin güçlenmesine ve sonuç olarak risk algılamalarında dalgalı seyir gözlenmesine neden olmuştur. Buna karşın, 2010 yılı son çeyreğinde Türkiye'nin risk primi göstergeleri diğer birçok ülkeye kıyasla daha olumlu bir performans göstererek kriz öncesi seviyelerinin altında seyretmeyi sürdürmüştür. Küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, gerek enflasyondaki düşüşün gerekse politika faizindeki indirimin etkisiyle kısa vadeli piyasa faizleri aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Ayrıca, kredi standartlarında gözlenen iyileşme ve dış finansmana erişimin kolaylaşması gibi unsurlar, kredi hacminde gözlenmekte olan hızlı büyümenin 2010 yılı dördüncü çeyreğinde de devam etmesine neden olmuştur.

TCMB enflasyon hedeflemesi çerçevesi dahilinde orta vadeli enflasyon öngörülerini oluştururken yalnızca politika faiz oranlarını değil, aynı zamanda zorunlu karşılık oranları ve diğer likidite yönetimi araçlarını da içeren bir politika bileşimini araç olarak kullanmaktadır. Orta vadeli tahminler üretilirken, uygulanan politika bileşiminin parasal koşullar üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağı bir çerçeve esas alınmıştır.

Son olarak, kamu maliyesinin görünümü için 2010 yılı Ekim ayında güncellenen OVP projeksiyonları temel alınmıştır. Bu doğrultuda, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının tedrici olarak azalacağı bir çerçeve esas alınmıştır. Diğer bir ifadeyle, kamu kesiminin toplam talep üzerinde enflasyonist bir baskı yapmayacağı öngörülmektedir. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

7.3. Orta Vadeli Görünüm

Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, politika bileşiminin 2011 yılının kalanında sınırlı bir ek parasal sıkılaştırma sağlayacak şekilde değiştirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında (orta noktası yüzde 5,9), 2012 yılı sonunda ise yüzde 3,3 ile 6,9 aralığında (orta noktası yüzde 5,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.1).

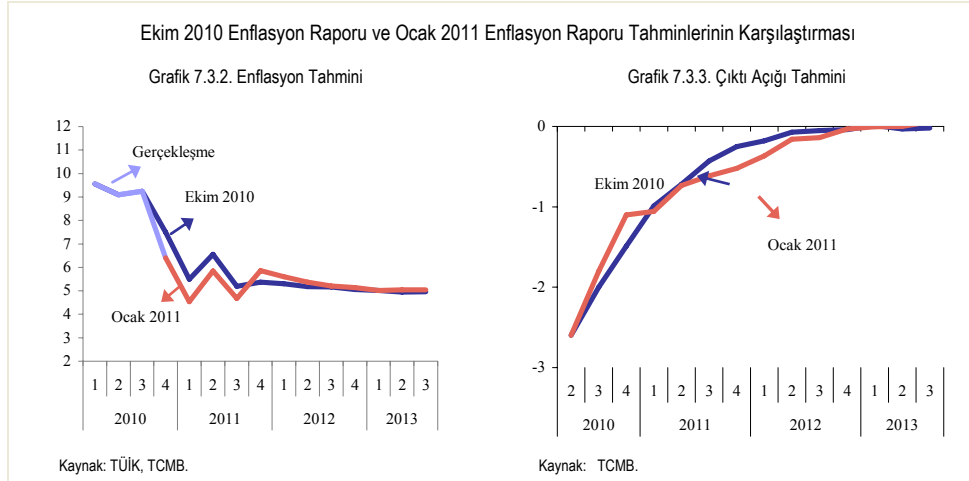


Sonuç olarak, güncellenen tahminler, 2011 yılı içinde sınırlı bir parasal sıkılaştırma yapılarak kredi genişleme hızının yüzde 20-25 civarına düşürüldüğü bir senaryo altında enflasyonun 2011 yılı sonunda hedefe yakın gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Burada vurgulanması gereken, bugünkü bilgilerle 2011 yılı içinde uygulanması öngörülen parasal sıkılaştırmanın birçok farklı bileşimle gerçekleştirilebileceğidir. Parasal sıkılaştırma zorunlu karşılık oranları veya politika faiz oranı aracılığıyla, ya da her iki aracın bileşimi ile sağlanabilecektir. Ayrıca, söz konusu sıkılaştırma sırasında her iki araç aynı yönde değiştirilebileceği gibi birbirine zıt yönde de hareket edebilecektir. Bununla birlikte, ana senaryoda politika bileşiminin krediler ve iç talep üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olmasının planlandığı belirtilmelidir.

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı düşüş kısa dönemli enflasyon tahminlerinin aşağı çekilmesine neden olurken, petrol ve diğer emtia fiyatları varsayımlarındaki yukarı yönlü güncelleme 2011 yılsonu enflasyon

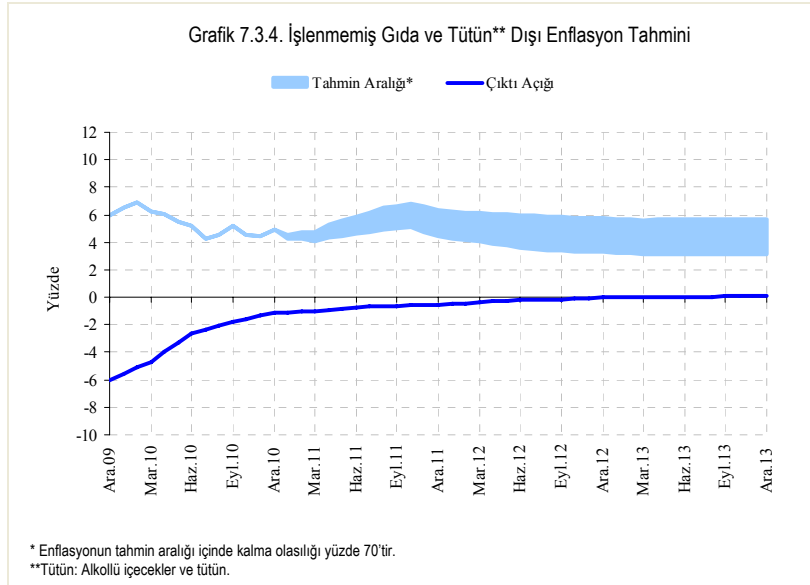
tahminlerinin yükseltilmesini beraberinde getirmiştir (Grafik 7.3.2). Çıktı açığında ise 2010 yılının son çeyreği için sınırlı miktarda yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 7.3.3). Öte yandan, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri göz önüne alınarak, çıktı açığının bir önceki rapora kıyasla daha yavaş kapandığı bir çerçeve esas alınmıştır.

Enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu ve istikrarlı bir seyir izlemeye devam edeceği öngörülse de, önümüzdeki bir yıl boyunca enflasyonun seyrinde baz etkilerinin büyük ölçüde belirleyici olacağı belirtilmelidir. Söz konusu etkilerin doğru anlaşılması, kamuoyunun enflasyon gelişmelerini sağlıklı yorumlamasına katkıda bulunarak beklenti yönetimini etkinleştirecektir. 2011 yılının ilk iki ayında, 2010 yılının başında yapılan vergi artışlarının 1,9 puanlık katkısının büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla enflasyonda belirgin bir düşüş gözlenecektir. 2011 yılının geri kalanında gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin enflasyonun seyrinde belirleyici olması, bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının ikinci çeyreğinde yükselmesi, üçüncü çeyreğinde ise düşmesi beklenmektedir. 2012 yılının ortalarından itibaren ise emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin azalmasıyla enflasyonun yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.2).



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.

İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerdeki öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, geçtiğimiz rapordan itibaren işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de ayrıntılı olarak kamuoyuyla paylaşılmaya başlanmıştır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde yıllık enflasyonunun yüzde 9 düzeyinde; tütün ve alkollü içecekler grubu endeksi yıllık artış oranının ise enflasyon hedefleriyle uyumlu seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede, işlenmemiş gıda ile tütün ve alkollü içecekler kalemlerini dışlayan enflasyon tahminleri Grafik 7.3.4'te sunulmaktadır. Bu şekilde hesaplanan enflasyon göstergesinin 2011 yılının son çeyreğine kadar kademeli bir yükseliş göstereceği, daha sonra düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 4,5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Söz konusu tahminlerin bir önceki rapora kıyasla sınırlı oranda yükselmesinin nedeni işlenmiş gıda fiyatlarının yıllık artış oranına dair yapılan varsayımın yukarı çekilmesidir (Tablo 7.2.1).



TCMB Tahminlerinin Enflasyon Beklentileri ile Kıyaslaması

İktisadi birimlerin, geçici unsurların farkındalığıyla hareket ederek enflasyonun orta vadeli eğilimine odaklanmaları, sözleşme ve planlamalarında enflasyon hedeflerini esas almaları büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, referans teşkil etmesi açısından, TCMB'nin mevcut enflasyon tahminlerinin diğer iktisadi birimlerin enflasyon beklentileri ile kıyaslanması önem taşımaktadır. 2011 yıl sonuna ve 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon

beklentilerinin aynı dönemlere ilişkin tahminlerimizin yaklaşık 0,8 puan üzerinde olduğu görülmektedir. Daha uzun vadeler incelendiğinde ise, enflasyon beklentilerinin güncellenen tahminlerimizin yaklaşık 1,1 puan üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yıl Sonu	5,86	6,61	5,5
12 Ay Sonrası	5,78	6,55	5,4
24 Ay Sonrası	5,09	6,17	5,0

*Ocak 2. dönem anketi.
**2011-2013 dönemi yıl sonu enflasyon hedefleri kullanılarak doğrusal interpolasyon yöntemi ile oluşturulmuştur.
Kaynak: TCMB.

7.4. Riskler ve Para Politikası

Orta vadeli tahminlerin dayandığı temel senaryoya göre enflasyonun hedeflerle uyumlu seyretmesini sağlamak için politika faizi ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşiminin sınırlı bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilecek şekilde belirlenmesi öngörülmektedir. Söz konusu sıkılaştırmanın temel hedefi kredi genişlemesini ve yurt içi talep artış hızını yavaşlatarak bir yandan enflasyonu kontrol altında tutmak, diğer yandan finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmaktır. Aralık ve Ocak aylarında uygulanan parasal sıkılaştırmanın krediler üzerindeki etkisinin yakın dönemde görülmeye başlayacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, uygulanan para politikası bileşiminin etkisinin boyutu ve zamanlaması, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Bu nedenle TCMB, önümüzdeki dönemde alınan tedbirlerin etkilerini yakından takip edecek, zaman içinde kredilerin büyüme hızının veya enflasyonun arzu edilen görünümünden farklılaşacağına değerlendirilmesi halinde ilave tedbirler alacaktır.

Küresel ekonomiye ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Mevcut konjonktürde TCMB fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen bir bakış açısıyla birden fazla araç kullanmaktadır. Bu nedenle, küresel iktisadi gelişmeler, önceki dönemlerden farklı olarak, uygulanan politikanın sadece yönünü değil aynı zamanda bileşimini de etkileyecektir. Bu çerçevede, küresel ekonomiye ilişkin riskler toplam talebin büyüme hızının yanı sıra kompozisyonuna ilişkin görünümü yönünden de değerlendirilecektir.

Son dönemde ABD ekonomisine dair beklentilerde sınırlı bir iyileşme gözlenmekle birlikte, özellikle euro bölgesi çevre ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair belirsizlikler önemini korumaktadır. Gelişmiş ülkelerde gerek kredi, gayrimenkul ve emek piyasalarındaki sorunların devam etmesi gerekse olası mali konsolidasyonun etkilerine yönelik belirsizlikler, küresel ekonominin toparlanma hızına ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Küresel ekonomide öngörülenden daha uzun süreli bir yavaş büyüme dönemi yaşanması ve gelişmiş ülkelerin niceliksel genişlemeye uzun süre devam etme olasılığı, bir yandan dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri beslerken, diğer yandan ülkemize yönelik sermaye akımlarının güçlenerek sürme olasılığını gündemde tutmaktadır. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi durumunda iç ve dış talebi dengelemek ve finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak amacıyla, düşük politika faizi ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan bir politika bileşimi uzun süre uygulanabilecektir. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarının genişletici yönde belirlenmesi söz konusu olacaktır.

Küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü riskler önemini korumakla birlikte yukarı yönlü riskler de mevcuttur. Özellikle, geçtiğimiz iki yılı aşkın bir dönemde gelişmiş ülkelerde uygulanan olağanüstü genişletici para politikalarının küresel iktisadi faaliyet üzerindeki gecikmeli etkileri konusunda yukarı yönlü riskler bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde küresel iktisadi faaliyette beklenenden daha hızlı bir toparlanma olması durumunda küresel ölçekte enflasyon baskıları ortaya çıkabilecek ve gelişmiş ülkelerin para politikalarında sıkılaştırma eğilimi başlayabilecektir. Böyle bir senaryonun gerçekleşmesi halinde gerek küresel faizlerdeki yükseliş gerekse talep yönlü enflasyon baskısı karşısında politika faiz oranının ve zorunlu karşılıkların bir arada artırılması gündeme gelebilecektir.

Petrol ve diğer emtia fiyatları son dönemlerde hızlı bir artış eğilimi sergilemiştir. Yurt içi talebin güçlü seyri dikkate alındığında, emtia fiyatlarındaki artışların kalıcı olması halinde genel fiyatlama davranışlarına yansıma riski bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde baz senaryoda öngörülene kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir. Bununla birlikte, uygulanacak politikanın bileşimi dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin görünümüne göre farklılaşabilecektir.

TCMB, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam etmektedir. Mevcut konjunktürde 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. Enflasyon tahminleri üretilirken kamu maliyesinde OVP hedefleri esas alınmıştır. Mali duruşun bu 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 devam edecektir. Bunu yaparken TCMB ve ilgili 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.

Kutu
7.1Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Finansal İstikrar:
TCMB Uygulamaları

Küresel finans krizi öncesinde, merkez bankalarının temel amaç olarak fiyat istikrarını benimsedikleri, finansal piyasalardaki gelişmelere enflasyon ve iktisadi faaliyet görünümüne olan yansımaları doğrultusunda tepki verdikleri bir para politikası çerçevesi kabul görmekteydi. Ancak küresel finans krizi sırasında ve sonrasında yaşanan gelişmeler, politika yapıcılar nezdinde fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da ön plana çıkarmıştır. Bu kutuda enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişki tartışılmakta ve bu çerçevede son dönemde TCMB tarafından alınan kararlar özetlenmektedir.

Finansal istikrar, yazında genel kabul görmüş bir tanıma sahip olmamakla birlikte, finansal sistemin sağlıklı işleyişini sürdürerek etkin fon dağılımını sağlaması ve geçici şoklar karşısında kararlı bir dengeye geri dönme yeteneğine sahip olması şeklinde tanımlanabilmektedir. Varlık fiyatlarının iktisadi temellerle tutarlı bir seyir izlemesi ve iktisadi faaliyette finansal sistemden kaynaklanan ani bir durgunluğun görülmemesi de finansal istikrarın göstergeleri olarak kabul edilmektedir.

Türkiye gibi finansal sistemin gözetim ve denetim yetkisinin merkez bankası dışında ayrı bir kurumda olduğu ülkelerde, merkez bankaları politika araçlarını kullanırken finansal sistemin istikrarını bir bütün olarak gözetmekte, sistemi tehdit eden ve sistemik risk oluşturan çeşitli faktörleri makro bir perspektifle değerlendirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin anlaşılması, TCMB'nin son dönemde aldığı politika kararlarının kamuoyu tarafından doğru bir şekilde algılanması açısından büyük önem taşımaktadır. Finansal istikrar çerçevesinde düzgün işleyen güçlü bir finansal sistemin varlığı, aktarım mekanizmasının, dolayısıyla para politikasının etkinliğinin artmasına yardımcı olduğu gibi, dışsal şoklara karşı gerekli esnekliği de sağlamakta ve bu sayede fiyat istikrarının tesisinde kritik rol oynamaktadır. Benzer şekilde, merkez bankaları fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulmasını sağlayarak piyasa faizlerinin ve diğer finansal değişkenlerin oynaklığını azaltabilmekte ve bu sayede fiyat istikrarı, finansal istikrarın tesisini desteklemektedir.

Küresel finans krizi döneminde yaşanan deneyimler fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanması için gerekli ancak yeterli olmayan bir koşul olduğunu göstermiştir. Örneğin küresel kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar enflasyonu düşük seviyelerde tutmayı başaramamış ve sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin finansal krizi yaşanmıştır. Bu gelişmeler, para politikası kararlarında finansal piyasalardaki dengesizliklerin öneminin arttığı, merkez bankalarının finansal istikrara yönelik görevlerinin yeniden gözden geçirildiği ve para politikasına olan yaklaşımda değişimlerin yaşandığı bir süreci beraberinde getirmiştir.

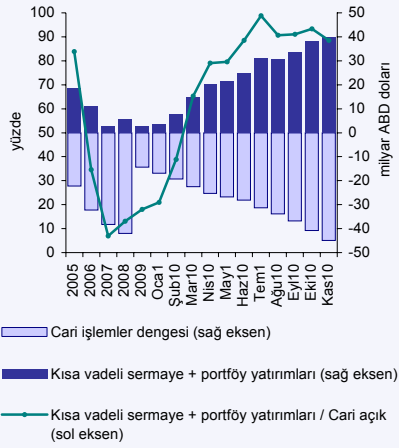
Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaçlarına ulaşmak için kullandıkları temel politika aracı faiz oranlarıdır. Ancak, ekonomide fiyat istikrarı için gerekli olan faiz seviyesi ile finansal istikrar için gerekli olan faiz seviyesi her zaman birbirleri ile uyumlu olmayabilir. Söz konusu durum, merkez bankalarının faizlerin yanı sıra ek politika araçlarını da kullanarak hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar için uygun bir politika bileşimi uygulamalarını gerekli kılmaktadır. Makro ekonomik istikrara yönelik bu araçların etkin kullanımı, finansal istikrar ve fiyat istikrarı için gerekli olan faiz oranlarının yaklaşmasına yardımcı olmaktadır.

Son dönemde TCMB'nin aldığı kararlar bu çerçevede değerlendirilmelidir. Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olan TCMB kuruluş kanunu gereği Türkiye'de finansal istikrardan sorumlu kurumlardan biridir. TCMB'nin finansal istikrar açısından takip ettiği temel konular borçluluk oranları, borçlanma vadeleri, döviz pozisyonları ile risk yönetim süreçleri ve yöntemi olarak belirlenmiştir.

Güvenilir ve dinamik yükselen piyasa ekonomilerine yoğun sermaye akışlarının olduğu mevcut iktisadi konjonktürde finansal istikrara ilişkin riskler, kısa vadeli sermaye girişleri kanalıyla artan cari işlemler açığı ve hızlı kredi genişlemesi şeklinde kendini göstermektedir. Son dönemde Türkiye'ye yönelen sermaye miktarında da önemli artış olduğu, küresel kriz öncesine kıyasla doğrudan yatırımların ve özel sektör kredilerinin payı azalırken, portföy yatırımlarının payının arttığı görülmektedir (Grafik 1). Bu durum, küresel risk algılamalarındaki olası ani değişimlere karşı kırılganlık oluşturmakta ve finansal istikrara ilişkin riskleri gündeme getirmektedir. Bu bağlamda TCMB, söz konusu makro finansal riskleri sınırlamaya yönelik olarak, kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yönlendirmek ve döviz kurunun iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesini sınırlamak amacıyla; bir yandan politika faizlerini düşürürken, diğer yandan gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridoru genişleterek kısa vadeli faizlerin konjonktürün gereğine göre dalgalı bir seyir izleyebilmesine imkân tanımıştır.

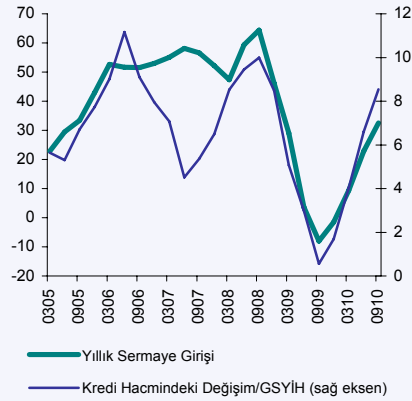
Son dönemde ülkemize gelen sermaye miktarındaki artışın yarattığı ucuz ve bol borçlanma imkânları kredi hacmindeki değişimin GSYİH'ye oranında hızlı artışlara neden olmuştur (Grafik 2). İç talebin istikrarlı, dış talebin ise zayıf olduğu bir dönemde, kredilerin genişleme hızı gerek cari dengedeki bozulmaya yaptığı katkı gerek TCMB'nin finansal istikrar için gözettiği borçluluk oranlarını etkilemesi nedeniyle ayrı bir önem taşımaktadır. Bu doğrultuda TCMB, zorunlu karşılık oranlarını kredi artış hızını yavaşlatmak amacıyla aktif bir politika aracı olarak kullanmaktadır. Öte yandan kredilerdeki ve kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışlar bankacılık sisteminin aktif ve pasiflerine ilişkin vade uyumsuzluğunu da gündeme getirmektedir. Bu bağlamda TCMB, bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılması amacıyla zorunlu karşılık oranlarında vadelere göre farklılaşmaya gitmiştir. Mevcut durumda uygulanan politika bileşiminin krediler üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin yılın ilk çeyreğinden itibaren gözlenmeye başlaması beklenmektedir.

Grafik 1. Cari Açığın Finansmanı



Kaynak: TCMB.

Grafik 2. Kredi Hacmindeki Değişimin GSYİH'ye Oranı ve Yıllık Sermaye Girişi (Milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB, BDDK.

Sonuç olarak, kriz sırasında yaşanan gelişmeler, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal istikrarı göz ardı etmemeleri gerektiğini göstermiştir. Krizden çıkış sürecinde yükselen piyasa ekonomilerine yönelen yoğun sermaye akışı borçluluk oranları ve cari açık üzerinden finansal istikrara ilişkin riskleri ön plana çıkarmaktadır. Bu çerçevede, para politikasının fiyat istikrarını sağlama amacının yanı sıra finansal istikrara dair makro ekonomik riskleri de gözetmesi ve söz konusu politikaların yeni dönemin özelliklerine uygun olarak şekillenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda son dönemde TCMB tarafından alınan kararlar fiyat istikrarı hedefinden ödün vermeden finansal istikrarı gözetilen bir politika çerçevesinin gereği olarak değerlendirilmelidir.

Zorunlu karşılıklar, bankaların ve diğer finansal kuruluşların çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır.

Türkiye'de zorunlu karşılıklara ilişkin esaslar 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 40'inci maddesinin II numaralı fıkrasına dayanılarak çıkarılan 2005/1 sayılı tebliğle belirlenmiştir. Buna göre, vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. 17 Aralık 2010 tarihinde yapılan değişiklikle, bankaların birbirleriyle ve TCMB ile gerçekleştirdikleri repo işlemlerinden sağlanan fonlar dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutulmuştur.

Neden kullanılır?

Tarihsel olarak zorunlu karşılıkların uygulanma gerekçeleri zamana göre değişse de zorunlu karşılıklar genel olarak üç temel amaç için kullanılmaktadır: İhtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. Bu gerekçelerden en eskisi, zorunlu karşılıkların bankalardan olağanüstü likidite çekilişi olduğu durumlarda kullanılmak üzere ihtiyati bir rezerv sağlamasıdır.

Zorunlu karşılıklar merkez bankalarının likidite yönetiminde de önemli rol oynamaktadır. Likiditenin açık piyasa işlemleri yoluyla da etkin şekilde yönetilebilmesine karşın, yapısal nitelikteki daha kalıcı adımlar için zorunlu karşılıkların kullanılması daha uygun bir seçenek olmaktadır.

Zorunlu karşılıkların operasyonel yapısıyla ilgili bazı unsurlar da likidite yönetimi üzerinde belirleyici etkiye sahiptir. Örneğin, bankaların ödeme ve takas sistemlerinde kullanılmak üzere merkez bankası nezdinde gönüllü olarak tutmak istedikleri rezerv para miktarı günden güne büyük ölçüde değişebileceğinden ötürü merkez bankasının rezerv paraya olan talebi tahmin etmesi oldukça güçtür. Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların bankaların gönüllü olarak tutmak istedikleri rezerv para talebinden daha yüksek belirlenmesi halinde rezerv paraya olan talep daha istikrarlı ve öngörülebilir olacaktır.

Diğer taraftan, Türkiye dahil birçok ülkede uygulanmakta olduğu gibi, zorunlu karşılıkların günlük olarak değil, dönemsel ortalama olarak tutulabilmesi imkânı bankaların likidite şoklarını yönetebilmelerini kolaylaştırmaktadır. Türkiye'de zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir cuma günleri itibarıyla hesaplanmakta olup, zorunlu karşılıklar 14 günlük sürelerde tesis edilmektedir. Bu süre yükümlülüklerin hesaplandığı tarihten iki hafta sonraki cuma günü başlamakta ve tesis tarihini izleyen ikinci haftanın perşembe günü mesai saati bitiminde sona ermektedir. Zorunlu karşılıklar ortalama olarak tutulmakta, bu hesapların tesis süresi içindeki günlük bakiyelerinin 14 günlük ortalamasının tesis edilmesi gereken Türk lirası karşılık tutarından az olmaması gerekmektedir.

Zorunlu karşılıkların uygulanma gerekçelerinden üçüncüsü ise, zorunlu karşılıkların, özellikle küresel kriz sürecinde ve sonrasında yeniden önem kazanarak, merkez bankalarının makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullandığı bir *parasal kontrol* aracı olmasıdır.

Küresel finans krizi sonrasında ortaya çıkan uluslararası iktisadi konjonktürün en belirleyici unsurları, gelişmiş ekonomilerde devam eden genişletici para politikası ve bunun yansıması olarak ortaya çıkan güçlü sermaye akımlarıdır. Buna ilave olarak, Türkiye de dahil olmak üzere, pek çok gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, iç talepte ve kredilerde hızlı bir artış eğilimi gözlenmektedir. Küresel konjonktürün kredi imkânları ve iç talep üzerindeki etkisi, gelişmekte olan ülke para birimleri üzerindeki değerlenme baskısıyla güçlenerek, Türkiye'de olduğu gibi, iç ve dış talepteki ayrışmayı belirginleştirmektedir.

İç ve dış talepte gözlenen ayrışma hızlı kredi genişlemesi ile beraber cari açığın artmasına neden olmakta ve TCMB'nin finansal istikrara ilişkin riskleri yakından takip etmesini gerektirmektedir. Para politikasının fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden finansal istikrarı de aktif bir şekilde gözetebilmesi için tek bir araç yeterli olmamaktadır. Bundan dolayı TCMB, temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilave olarak zorunlu karşılık oranlarını ve diğer likidite yönetimi araçlarını etkin bir şekilde kullanıma sokmaktadır.

Zorunlu Karşılıkların Aktarım Kanalları

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkisi *maliyet ve likidite kanalları* üzerinden çalışmaktadır. Temel olarak, maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı zorunlu karşılıklardaki değişimin bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır. Aşağıda bu kanalların işleyişleri ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır.

Maliyet kanalı

Zorunlu karşılıklardaki değişimler, bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkilemek suretiyle, mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkın, zorunlu karşılık oranındaki değişimi telafi edecek şekilde ayarlanmasına neden olacaktır. Tek yükümlülüğün mevduatlar ve tek varlığın krediler olduğu basit bir çerçevede, zorunlu karşılık oranlarında yapılacak değişikliklerin mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı ne oranda etkileyeceği ise temelde zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin faiz oranlarına ve mevcut zorunlu karşılık oranının seviyesine bağlı olacaktır.

Maliyet kanalının etkin olabilmesi için öncelikle zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi (veya piyasa faizlerinin önemli bir oranda altında kalacak bir faiz ödenmesi) ve bankaların gönüllü olarak merkez bankası nezdinde tuttukları mevduatın zorunlu karşılıklar nedeniyle tutmak zorunda oldukları miktarın üzerinde olmaması gerekmektedir. Bu şartlar gerekli ancak yeterli değildir.

Zorunlu karşılıkların maliyet kanalıyla kredi ve mevduat faizlerine ne ölçüde yansıtacağı finansal sektörün yapısıyla doğrudan ilişkilidir. Zorunlu karşılıkların mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı açma yönündeki etkisinin banka ve (mevduat ve kredi) müşterileri arasında nasıl paylaşıldığı uygulamanın sonuçları açısından belirleyici öneme sahiptir (Reinhart ve Reinhart, 1999; Hein ve Stewart, 2002).

Mevduat ile merkez bankası fonları arasındaki ikame edilebilme derecesi de kredi ve mevduat faizleri arasındaki maliyet etkisinin yaratacağı farkın ne yönde oluşacağına etkili olabilecektir (Vargas ve diğerleri, 2010). Bankalar için kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduata tam ikame olması durumunda, zorunlu karşılık oranındaki bir artışa tepki olarak bankalar maliyeti artan mevduatın faizini düşürecek ve böylelikle artan maliyet kredi faizlerinden çok mevduat faizlerine yansıtacaktır.

Likidite Kanalı

Para politikasının parasal hedefler vasıtasıyla yürütüldüğü, faiz oranlarına ilişkin belirli bir hedefin olmadığı bir çerçevede merkez bankasının piyasadaki likiditeye ilişkin kararları para arzı üzerinde güçlü bir etkiye sahip olacaktır. Böyle bir çerçevede, finansal sistemde yaratılabilecek mevduat miktarının para çarpanı mekanizması yoluyla merkez bankası likiditesine bağlı olması, merkez bankasının krediler üzerinde güçlü bir etkiye sahip olmasını temin eder. Merkez bankasının politika faiz oranını belirlediği ve piyasa faizlerinin de merkez bankasınca belirlenen faizler etrafında seyrettiği (enflasyon hedeflemesi gibi) bir rejimde ise, merkez bankasının likidite miktarı üzerinde doğrudan değil ancak dolaylı yoldan etki yapması mümkündür. Bunun nedeni, merkez bankasının, para piyasasındaki faizlerin politika faizine yakın seviyelerde oluşmasını temin etmek amacıyla, piyasada talep edilen likiditeyi sağlamak durumunda olmasıdır.

Zorunlu karşılıklar yoluyla bankacılık sisteminden likidite çekildiğinde bankaların merkez bankasından fazladan borçlanarak çekilen likiditeyi telafi etmeleri mümkün olmakla birlikte, bu durum bankaların çok kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına daha bağımlı hale gelmelerine neden olacaktır. Dolayısıyla, bankaların kredi seviyeleri aynı kaldığı durumda dahi üstlendikleri vade uyumsuzluğu artacaktır. Netice olarak, bankalar söz konusu vade uyumsuzluğundan kaynaklanan ilave faiz riskini kredi faiz oranlarına yansıtmak durumunda kalacaklar ve/veya kısa vadeli fonlara olan bağımlılıklarını düşürmek için kredilerini azaltacaklardır. Öte yandan, likidite yeterlilik oranına ilişkin finansal sistemi bağlayıcı nitelikte bir düzenlemenin mevcut olması durumunda, zorunlu karşılıklardaki değişimler bankaların likidite pozisyonlarını değiştirmek suretiyle bankaların davranışlarını doğrudan ve dışsal olarak da etkileyebilecektir.

Faliz riski kanalının bankaların davranışı üzerinde ne ölçüde etkili olabileceği, kısa vadeli merkez bankası fonlarının diğer yükümlülüklerin ne ölçüde ikamesi olabileceğine bağlıdır. Eğer tam ikame edilebilirlik söz konusu ise bankalar için daha fazla kısa vadeli kaynak kullanmak risklilikte bir artış anlamına gelmeyecek, dolayısıyla bankalar kredi faizlerini yükseltmek durumunda kalmayacaktır. Kısa vadeli merkez bankası fonları ile diğer yükümlülük kalemleri arasındaki ikame ilişkisi temelde bu iki farklı türdeki fonun ima ettikleri faiz riskine bağlı olacaktır. Merkez bankasının politika duruşu faiz riskini belirleyen en önemli etkenlerden biridir. Merkez bankası politika faizinin görünümüne ilişkin algılanan belirsizliğin yüksek olması durumunda, kısa vadeli kaynaklara artan bağımlılık bankaların maruz kaldığı faiz riskini daha belirgin hale getirecektir.

Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin vadeye göre farklılaştırılması da bankaların finansman kaynaklarının faiz riskini belirleyen bir başka unsurdur. Bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesini uzatmaya yönelik olarak tasarlanan bir zorunlu karşılık oranları şeması bankaların yükümlülüklerinin ortalama vadesini uzatacaktır. Böylelikle, kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduatlarla ikame edilebilirlik derecesi azalacaktır. Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların likidite kanalı yoluyla oluşan etkilerinin güçlenmesi beklenebilecektir.

Genel Değerlendirme

Zorunlu karşılıkların bir para politikası aracı olarak politika faizini tamamlayıcı bir rol oynayabilmesi, esas olarak, politika faizinin tüm faiz oranlarını aynı yönde değiştirirken, zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranlarının etkilenmesine yönelik olarak kullanılabilmesinden kaynaklanmaktadır. Güçlü sermaye akımlarının gerek döviz kurları üzerinden gerekse bankacılık sisteminin erişebildiği fonları artırmak yoluyla cari işlemler açığını artırdığı bir konjunktürde, merkez bankalarının ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları da kontrol altında tutması gerekmektedir. Ancak, ekonomiyi soğutma amacıyla politika faizini yükseltmek sermaye akımlarının şiddetlenmesine yol açabilecektir. Öte yandan, sermaye akımlarını hafifletmek amacıyla yapılabilecek bir faiz indirimi ise ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları artırıcı bir etki yapabilecektir. Diğer yandan, zorunlu karşılıkların devreye girmesi gerek maliyet gerekse likidite kanalı yoluyla kredi genişlemesini yavaşlatabilecektir. Özetle, zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını artırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulamaya imkân tanımakta, dolayısıyla mevcut konjunktürde Merkez Bankası açısından elverişli bir araç niteliği taşımaktadır.

Kaynakça

Hein, Scott E. ve Jonathan D. Stewart (2002). "Reserve requirements: a modern perspective." Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 87 (4), s. 41-52.

Reinhart, Carmen M. ve Vincent R. Reinhart (1999). "On the use of reserve requirements in dealing with capital flow problems." International Journal of Finance and Economics, 4 (1), s. 27-54.

Vargas, Hernando, Carlos Varela, Yanneth R. Betancourt ve Norberto Rodríguez (2010). "Effects of reserve requirements in an inflation targeting regime: the case of Colombia." Kolombiya Merkez Bankası, Çalışma Tebliği, No. 587.

Kutu
7.3

2010 Yılı Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Değişimlerin Kaynakları

Son bir yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen aşırı oynaklık 2010 yılı enflasyon tahminlerinin seyrinde belirleyici olmuştur. Bunun yanında, küresel ekonomiye ilişkin tahminler 2010 yılında oldukça dalgalı bir seyir izlemiş, bu durum gerek dış talep gerekse emtia fiyatlarına ilişkin yapılan varsayımlarda yıl içinde değişiklikler yapılmasına yol açmıştır. Söz konusu varsayımlarda meydana gelen değişiklikler nedeniyle 2010 yılı içinde enflasyon tahminlerinde de güncellemeler yapılmıştır. TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna hesap verme yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu kutuda, söz konusu yükümlülük çerçevesinde 2010 yıl sonu enflasyon tahminlerinde ortaya çıkan temel değişiklikler ve nedenleri özetlenmektedir.

Ocak Enflasyon Raporu

Küresel krizin yansımalarının azalarak da olsa hissedilmeye devam ettiği bu dönemde küresel büyüme göstergeleri sınırlı bir miktar yukarı güncellenmiştir. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde kamu borçlarının kaygı verici düzeylere ulaşması, kredi piyasalarındaki sorunların sürmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seviyelerini koruması toparlanma üzerindeki aşağı yönlü risklerin sürdüğü ve dış talebin iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam ettiği bir görünüm oluşturmuştur. Bu dönemde toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı sürse de işlenmemiş gıda ve petrol fiyatlarındaki yükselişler ile geçici vergi indirimlerinin geri alınması gibi etkilerin enflasyonun seyrinde etkili olacağı öngörülmüştür. Bu doğrultuda Ocak 2010 Enflasyon Raporu'nda 2010 yıl sonunda enflasyonun yüzde 6,9 olacağı tahmin edilmiştir.

Tablo.1 Enflasyon Raporu Varsayımları

		Ocak ER	Nisan ER	Temmuz ER	Ekim ER
Büyüme Tahminleri					
Dünya	2010	3,0	3,2	3,5	3,7
	2011	-	3,3	3,3	3,1
ABD	2010	2,9	3,2	3,1	2,7
	2011	3,1	3,1	3	2,4
Euro bölgesi	2010	1,3	1,2	1,1	1,6
	2011	1,6	1,5	1,4	1,4
Gıda Enflasyonu	2010	7,0	9,0	7,5	10,5
	2011	6,5	7,0	7,0	7,0
Brent tipi ham petrol varil fiyatı (ABD doları)	2010	80	85	80	80
	2011	85	90	85	85

Nisan Enflasyon Raporu

Yılın ilk çeyreğinde açıklanan veriler, nihai yurt içi talepteki toparlanmanın Ocak Enflasyon Raporu'nda öngörülenden güçlü olduğunu göstermiştir. Bu dönemde Türkiye'nin ağırlıklı olarak ihracat yaptığı euro bölgesinde iktisadi faaliyet zayıf seyrini korusa da, küresel ekonomiye ilişkin büyüme tahminleri olumlu yönde güncellenmiştir (Tablo 1). Bu çerçevede toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azalarak sürdüğü bir çerçeve esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri belirgin olarak yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik.1a). Bu güncelleme, enflasyonun ana eğilim tahmininin yaklaşık 0,3 puan yukarı çekilmesine neden olmuştur.

Diğer yandan gıda ile petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselişlerin öngörülerimizin ötesinde gerçekleşmesi, bu kalemlere ilişkin varsayımların yukarı yönlü güncellenmesini gerektirmiştir. Gıda fiyatlarında 2010 yılı ilk çeyreğinde yüksek artışların gözlenmesinin ardından gıda enflasyonu varsayımı, Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla 2 puan yukarı yönlü güncellenmiş (Tablo 1), bu durum yıl sonu enflasyon tahminini 0,6 puan yukarı çekmiştir (Tablo 2). Benzer şekilde, ham petrol varil fiyatına ilişkin varsayımın 80 ABD dolarından 85 ABD dolarına artırılması da yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan artırmıştır.

Bu dönemde kamu mali dengesini sağlamaya yönelik olarak yılın başında yürürlüğe giren akaryakıt ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünlerindeki vergi düzenlemelerinin yıl sonu enflasyonuna yapacağı katkının 1,5 puan olacağı öngörülmesine karşın 1,9 puan olarak gerçekleşmesi de enflasyon tahminlerinde yukarı yönlü güncellemeye neden olan bir başka unsurdur. Bu durum 2010 yıl sonu tahminleri üzerinde 0,4 puan yukarı yönlü etki yapmıştır. Sonuç olarak, Nisan 2010 Enflasyon Raporu'nda yıl sonu enflasyon oranına ilişkin tahminimiz Ocak Enflasyon Raporu'ndaki yüzde 6,9 değerinden yüzde 8,4'e çıkarılmıştır (Tablo 2).

Temmuz Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğinde açıklanan veriler, yurt içi talepteki toparlanmanın öngörülerle uyumlu olarak istikrar kazandığını, ihracatın ise küresel ekonomideki sorunların devam etmesi nedeniyle zayıf seyrini sürdürdüğünü göstermiştir. Önemli ticaret ortağımız olan euro bölgesi büyüme tahminleri aşağı çekilmeye devam etmiş, Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren öne çıkan sorunların toplam talebe ilişkin belirsizlikleri artırmasıyla dış talebin iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkisi devam etmiştir (Tablo 1). Bu bağlamda toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının sınırlı bir miktar arttığı bir çerçeve esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri sınırlı oranda aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a). Bu gelişmelerle beraber hizmet enflasyonundaki olumlu gelişmeler doğrultusunda enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahminimiz aşağı yönlü güncellenmiş, bu durumun yıl sonu tahminleri üzerindeki etkisi 0,3 puan azaltıcı yönde olmuştur.

İşlenmemiş gıda fiyatlarında ikinci çeyrekte gözlenen keskin düşüşle beraber, gıda fiyatları Nisan Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerin altında seyretmiştir. Bu bağlamda 2010 yıl sonu gıda fiyat enflasyonu varsayımı yüzde 7,5'e düşürülmüştür (Tablo 1). Bu güncelleme, 2010 yıl sonu tahminini 0,4 puan aşağı çekmiştir. Küresel büyüme görünümüne ilişkin aşağı yönlü risklerin ağırlık kazanmasının bir yansıması olarak petrol fiyatları bir önceki rapor dönemine kıyasla daha düşük seviyelerde seyretmiş, bu doğrultuda ham petrol fiyat varsayımı 2010 yılı için 85 ABD dolarından 80 ABD dolarına indirilmiştir. Bu değişiklik ise, 2010 yıl sonu enflasyon tahminininin 0,2 puan aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, Temmuz 2010 Enflasyon Raporu'nda yer alan yıl sonu enflasyon tahmini bir önceki rapora göre aşağı yönlü güncellenerek yüzde 7,5'e çekilmiştir (Tablo 2).

Ekim Enflasyon Raporu

Yılın ikinci çeyreğinde GSYİH'nin belirgin bir artış kaydetmesi ve üçüncü çeyreğe dair açıklanan diğer veriler nihai yurt içi talepteki toparlanmanın Temmuz Enflasyon Raporu'nda öngörülenden güçlü olduğunu gösterirken, dış talep koşullarındaki zayıf seyir devam etmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde verdiği katkının azaldığı bir görünüm esas alınmış ve çıktı açığı tahminleri bir önceki rapor dönemine kıyasla yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1a). Buna karşın 2010 yılı üçüncü çeyreğinde hizmet enflasyonu ve temel enflasyon göstergelerinin öngörülenden belirgin bir şekilde olumlu seyretmesi nedeniyle, enflasyonun ana eğilimine ilişkin tahminimiz belirgin şekilde aşağı yönlü güncellenmiş ve bu değişikliğin yıl sonu enflasyon tahminleri üzerindeki düşürücü etkisi 0,8 puan olmuştur.

Öte yandan gıda fiyatlarının yıllık artış oranı Temmuz Enflasyon Raporu'nda çizilen görünümün oldukça üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede üçüncü çeyrekte endeks tarihinin en yüksek artışını gösteren işlenmemiş gıda grubu fiyatları belirleyici olmuştur. Bu bağlamda 2010 yıl sonuna ilişkin yüzde 7,5 olan gıda enflasyonu varsayımı yukarı yönlü güncellenerek yüzde 10,5 düzeyine çekilmiştir (Tablo 1). Bu durum, 2010 yıl sonu enflasyon tahminini 0,8 puan yukarı çekmiştir. Sonuç olarak 2010 yıl sonu enflasyon tahmini yüzde 7,5 olarak korunmuştur (Tablo 2).

Tablo 2. 2010 Yıl Sonu Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemeler ve Kaynakları

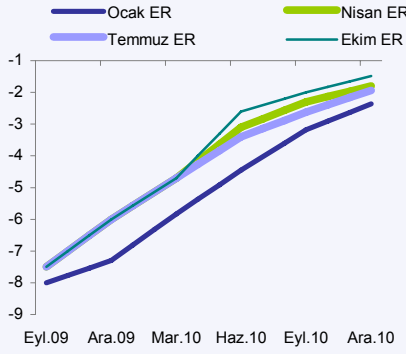
	Ocak 10	Nisan 10	Temmuz 10	Ekim 10
Enflasyon Tahminleri (Yüzde)	6,9	8,4	7,5	7,5
İki Enflasyon raporu Tahmini Arasındaki Farkın Kaynakları (puan katkı)				
	Nis-Oca	Tem-Nis	Eki-Tem	Ara-Eki*
Gıda	0,6	-0,4	0,8	-1,0
İşlenmiş	0,1	-0,2	0,4	-0,1
İşlenmemiş	0,5	-0,2	0,4	-0,9
Petrol	0,2	-0,2	0,0	0,0
Ek Mali Tedbirler	0,4	0,0	0,0	0,0
Enflasyondaki Ana Eğilim	0,3	-0,3	-0,8	-0,1

*Ekim yıl sonu tahmini ile yıl sonu gerçekleşmesi arasındaki farkın alt kalemler düzeyinde katkısını göstermektedir. 2010 yıl sonu enflasyonu yüzde 6,4 olarak gerçekleşmiştir.
Kaynak: TCMB.

2010 Yılı Sonu Enflasyon Gerçekleşmesi

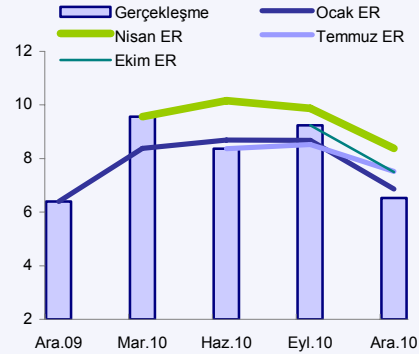
2010 yılının son çeyreğindeki gelişmeler, enflasyonun ana eğilimini etkileyen unsurların Ekim 2010 Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle büyük ölçüde uyumlu olduğunu teyid etmiştir. Bununla birlikte, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülerin üzerinde gerçekleşen aşağı yönlü düzeltme nedeniyle, Ekim 2010 Enflasyon Raporu'nda 2010 yıl sonu için yüzde 10,5 olarak varsayılan gıda enflasyonu yüzde 7,0 olarak gerçekleşmiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki söz konusu gelişme, Ekim 2010 Enflasyon Raporu'nda yüzde 7,5 olarak tahmin edilen 2010 yıl sonu enflasyonu ile yüzde 6,4 düzeyindeki gerçekleşme arasındaki farkı büyük ölçüde açıklamaktadır (Grafik 1b).

Grafik 1.a: 2010 Yılı İçinde Yapılan Çıktı Açığı Tahminleri



Kaynak: TCMB.

Grafik 1.b: 2010 Yılı İçinde Yapılan Enflasyon Tahminleri



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Özetle, 2010 yılı boyunca enflasyonun izlediği seyir TCMB'nin 2010 yılının başı itibarıyla kamuoyuyla paylaştığı tahminlerle büyük ölçüde uyumludur (Grafik 1.b). Bununla birlikte, küresel krizin toplam talep üzerindeki etkilerine dair belirsizlikler ile petrol ve gıda fiyatlarındaki öngörülemez hareketler 2010 yıl sonuna dair enflasyon tahminlerinin çeyrekler boyunca dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur.

TCMB enflasyon raporları aracılığı ile tahminlerdeki güncellemeleri ve kaynaklarını şeffaf bir şekilde kamuoyuna duyurmaya ve bu bağlamda hesap verme sorumluluğunu düzenli olarak yerine getirmeye devam edecektir.