

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

TCMB fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda 2010 yılı Kasım ayında başladığı düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimi uygulamasına 2011 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Bu çerçevede Ocak ayında politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 25 baz puan indirilerek 6,25 seviyesine çekilirken, hızlı kredi genişlemesini kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında artırma gidilmiştir. Takip eden dönemde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artışların sürmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmış, bu doğrultuda TCMB ikincil etkileri sınırlamak amacıyla ilave bir parasal sıkılaştırmanın gerekli olduğunu değerlendirmiştir. Söz konusu sıkılaştırmanın politika faizinden ziyade zorunlu karşılıklar vasıtasıyla yapılmasının iç ve dış talepteki ayrışmadan kaynaklanan makro finansal risklerin azaltılması açısından daha etkili olacağı değerlendirilerek zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında güçlü bir artışa gidilmesine karar verilmiştir. Bu kapsamda, Mart ayında Türk lirası zorunlu karşılıkları vadesiz ve kısa vadeli mevduat/katılım fonları ile diğer yükümlülükler için belirgin oranda artırılmıştır.

Son olarak 21 Nisan 2011 tarihinde, iç ve dış talebi dengeleyerek makro finansal riskleri azaltmak amacıyla kısa vadeli yabancı para ve Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının sınırlı oranda artırılmasına karar verilmiştir. Böylece Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması yüzde 13,5 seviyesine yükselmiştir (Tablo 7.1.1). Bu çerçevede, 13 Mayıs'ta yürürlüğe girecek olan son kararlarla birlikte, Ekim 2010 tarihinden itibaren yapılan zorunlu karşılık düzenlemeleriyle piyasadaki yaklaşık 40 milyar TL likidite çekilmiş olacaktır.

Tablo 7.1.1.Türk Lirası 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
23 Mart 2011	15	15	13	9	6	5	5	13	13,2
21 Nisan 2011	16	16	13	9	6	5	5	13	13,5

*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.

Öte yandan, makro finansal riskleri azaltıcı tedbirler kapsamında, 21 Nisan 2011 tarihinde yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilerek kısa vadeli yabancı para zorunlu karşılık oranlarının sınırı oranda artırılmasına karar verilmiştir (Tablo 7.1.2). 13 Mayıs 2011 tarihi itibarıyla tesis edilmeye başlanacak söz konusu düzenleme ile piyasadaki yaklaşık 1,4 milyar ABD doları çekilmiş olacaktır.

Tablo 7.1.2Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar
(Yüzde)

Karar Tarihi	Vadesiz ve 1 yıla kadar vadeli DTH	1 yıl ve daha uzun vadeli DTH	Birikimli DTH	1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler	1-3 yıl vadeli diğer yükümlülükler	3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler	Ağırlıklı Ortalama
23 Eylül 2010	11	11	11	11	11	11	11
21 Nisan 2011	12	11	11	12	11,5	11	12

Kaynak: TCMB.

Sonuç olarak TCMB, fiyat istikrarına ve finansal istikrara ilişkin risklerin azaltılması açısından, yılın ilk çeyreğinde düşük düzeyde politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan politika bileşimini uygulamaya devam etmiştir. Ayrıca, uygulanan politikanın sıkılaştırıcı yöndeki etkilerinin yakından izlenmeye devam edileceği ve gerekli görüldüğü takdirde aynı doğrultuda ilave tedbirler alınacağı belirtilmiştir (Kutu 7.1).

7.2. Mevcut Durum, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden bu yana açıklanan milli gelir verileri, beklentilerimizle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşmiştir. 2010 yılının son çeyreğinde büyümenin temel belirleyicisi yurt içi talep olurken, özel kesim talebinde beklentilerin de üzerinde bir artış gözlenmiştir. İhracatta kayda

değer bir büyüme gözlenmesine karşın, iç talepteki canlanmanın etkisiyle ithalat artışı daha hızlı olmuş ve net ihracatın büyümeye olumsuz katkısı bir önceki çeyreğe kıyasla artmıştır. 2011 yılının ilk çeyreğinde ise iç talep gücünü korurken dış talep görece olarak daha zayıf bir eğilim izlemeye devam etmiştir. Böylece, krizden çıkış sürecinde iç ve dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışma bu dönemde daha da belirgin hale gelmiştir. Öte yandan istihdam koşullarındaki iyileşme sürmüştür, ancak işsizlik oranları kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmiştir.

Yıllık tüketici enflasyonu 2011 yılı ilk çeyreğinde yüzde 3,99 ile yakın tarihin en düşük seviyesine gerilemiştir. Önceki enflasyon raporlarında belirtildiği üzere 2010 yılı Ocak ayında yürürlüğe giren vergi düzenlemelerinin oluşturduğu baz etkisinin ortadan kalkması enflasyonda gözlenen düşüşte belirleyici olmuştur. Bunun yanında, işlenmemiş gıda fiyatlarının öngörülenden daha olumlu gerçekleşmesi de söz konusu düşüşe önemli katkıda bulunmuştur. Temel enflasyon göstergeleri ise, yıllık bazda artış göstermekle birlikte, düşük seviyelerini korumuştur.

Gıda fiyatları yılın ilk çeyreğinde Ocak Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerden daha düşük seyretmiştir. Alt kalemler bazında incelendiğinde, bu durumun işlenmemiş gıda fiyatlarından kaynaklandığı görülmüştür. Uluslararası gıda fiyatlarında gözlenen artışlara paralel olarak işlenmiş gıda fiyatlarında yükseliş kaydedilirken yurt içinde sebze, meyve ve et fiyatlarındaki düzeltmenin devam etmesi gıda grubu enflasyonunun düşüşünde belirleyici olmuştur.

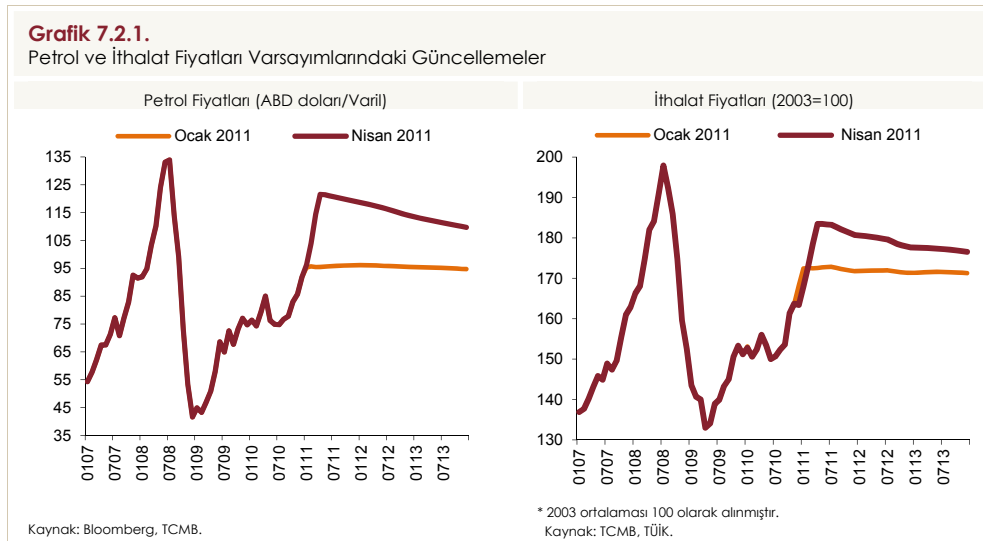
Yılın ilk çeyreğinde uluslararası emtia fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlar ve Türk lirasındaki değer kaybının etkisi daha çok temel mal fiyatlarında hissedilmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak bakıldığında söz konusu grup fiyatlarında belirgin bir artış gözlenmiştir. Emtia fiyatları ve döviz kuru gelişmelerinin etkisiyle artan ithal girdi maliyetleri sonucu üretici fiyatları da yüksek oranda artmıştır.

Tablo 7.2.1.
2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme

	Ocak 2011	Nisan 2011
Gıda Fiyat Enflasyonu		
(Yıl Sonu Yüzde Değişim)	7,5	7,5
İşlenmiş Gıda	6,0	7,0
İşlenmemiş Gıda	9,0	8,0
İthalat Fiyatları		
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	10,9	16,2
Petrol Fiyatları		
(Yıllık Ortalama, ABD doları)	95	115
İhracat Ağırlıklı Küresel Üretim Endeksi		
(Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	2,60	2,60

İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülerden olumlu seyre rağmen, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oynaklık ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlar göz önüne alınarak gıda enflasyonu varsayımımız yüzde 7,5 olarak korunmuştur. Uluslararası gıda fiyatlarında gözlenen artışlar yurt içi fiyatlara büyük ölçüde işlenmiş gıda fiyatları kanalıyla yansımaktadır. Dolayısıyla, gıda enflasyonunun kompozisyonunda bir değişikliğe gidilmiştir. Buna göre işlenmemiş gıda enflasyonu varsayımı yüzde 8'e indirilirken işlenmiş gıda enflasyonu varsayımı yüzde 7'ye yükseltilmiştir (Tablo 7.2.1).

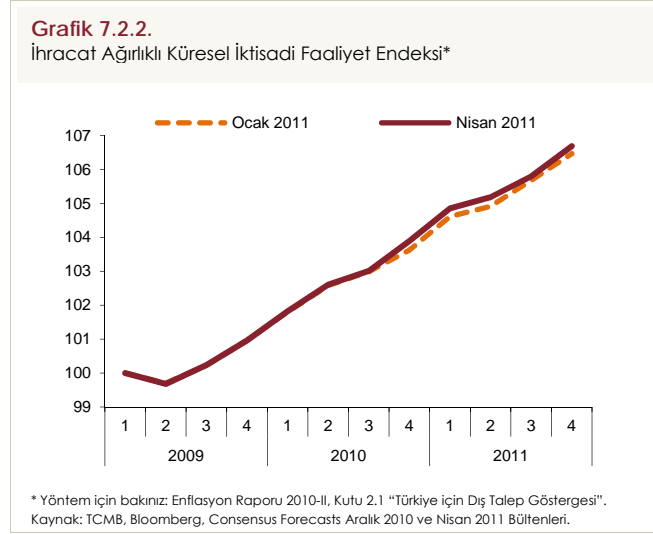
Petrol fiyatlarının Ocak Enflasyon Raporu'nda 2011 ve sonrası için 95 ABD doları olarak gerçekleşeceği varsayılmıştı. Bunun yanı sıra, vadeli piyasalarda oluşan emtia fiyatları referans alınarak ithalat fiyatlarının 2011 yılı için bir önceki yıla kıyasla ortalama yüzde 10,9 oranında yükseleceği öngörülmüştü. Bununla birlikte, 2011 yılının ilk çeyreğinde emtia fiyatları öngörülenin üzerinde bir artış sergilemiştir. Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da başgösteren siyasi sorunlarla ortaya çıkan üretim kesintileri ve artan belirsizlik nedeniyle ham petrol fiyatlarındaki artış eğilimi keskinleşmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak 2011 yılı ilk çeyreğinde petrol fiyatları Ocak Enflasyon Raporu tahminlerinin üzerinde gerçekleşmiştir (Grafik 7.2.1). Bu doğrultuda, Nisan ayının ilk yarısında oluşan vadeli fiyatlar göz önüne alınarak ham petrol fiyatı varsayımı 2011 ve sonrası için 115 ABD dolarına güncellenmiştir. Aynı yaklaşımla, ithalat fiyatlarının da 2011 yılında bir önceki yıla göre ortalama yüzde 16,2 oranında artacağı varsayılmıştır (Grafik 7.2.1). Varsayımlardaki bu değişiklikler 2011 yıl sonu enflasyon tahmininin yaklaşık 0,5 puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.



2011 enflasyon tahmini üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur kumaş ve hazır giyimde gümrük vergisi oranlarının yükseltilmesi olmuştur. 4 Şubat 2011 tarihinde dokuma kumaş ve hazır giyim eşyası ithalatında uygulanan gümrük vergilerinin ülke gruplarına göre değişen oranlarda yükseltilmesi ve bu uygulamanın yılın ikinci yarısından itibaren geçerli olması Bakanlar Kurulu'nca karara bağlanmıştır. Kumaş ve hazır giyim ürünlerinin TÜFE sepeti içinde yüksek bir ağırlığa sahip olması nedeniyle söz konusu tedbirlerin 2011 yıl sonu enflasyonu üzerindeki etkisinin yaklaşık 0,5 puan olacağı tahmin edilmektedir (Kutu 3.1).

İç talepteki güçlü seyre karşın dış talep zayıf seyrini korumaktadır. Euro bölgesi büyümesine ilişkin öncü göstergeler, 2010 yılının son çeyreğinde gözlenmiş olan ılımlı büyüme eğiliminin 2011 yılının ilk çeyreğinde de devam ettiğine işaret etmektedir. Ancak, borç sorunu yaşayan bazı euro bölgesi ülkelerinin borçlarını yeniden yapılandırmasına ilişkin belirsizliklerin euro bölgesi büyümesini ve küresel risk iştahını olumsuz etkilemesi de olasılık dâhilindedir. ABD'de ise 2010 yılının son çeyreğinden itibaren kaydedilen olumlu büyüme ve istihdam performansı ile yakın zamanda açıklanan öncü göstergeler ABD ekonomisinin büyüme açısından giderek güçlendiğini ortaya koymaktadır. Bu gelişmeye rağmen, euro bölgesi ekonomilerinde iktisadi faaliyetin zayıf seyretmesi ve büyüme oranlarının hala kriz öncesi seviyelerin altında olması nedeniyle ihracat ağırlıklı küresel üretim endeksiyle takip edilen dış talep göstergesi 2010 yılının son çeyreğinde de kriz öncesi seviyesinin altında kalmaya devam etmiştir. Türkiye'nin ihracatında büyük ağırlığa sahip gelişmiş ülkelerdeki toparlanma eğiliminin devam edeceği varsayımı altında, ihracat ağırlıklı küresel üretimin 2011 yılının ikinci çeyreğinde kriz öncesi seviyesine ulaşması beklenmektedir.

Sonuç olarak, yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomiye ilişkin tahminler dış pazarlardaki büyümeye dair belirgin bir değişiklik öngörmemektedir. Nitekim TCMB bünyesinde oluşturulan ihracat ağırlıklı küresel iktisadi faaliyet endeksinde bir önceki rapor dönemine göre önemli bir güncelleme olmamıştır (Grafik 7.2.2). Dolayısıyla, orta vadeli tahminler üretilirken dış talebin kademeli ve yavaş biçimde toparlanmaya devam edeceği varsayılmıştır.



Dış talepteki görece olarak zayıf seyre rağmen 2010 yılının son çeyreğinde iç talepteki artışın beklenenden daha güçlü olması nedeniyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin büyük ölçüde ortadan kalktığı bir görünüm esas alınmıştır. Bu doğrultuda, orta vadeli öngörüler üretilirken kullanılan çıktı açığı tahminlerinin başlangıç noktası yukarı yönlü güncellenmiştir. Bununla birlikte, yılın ilk çeyreğinde alınan sıkılaştırıcı parasal tedbirlerin öngörülenden daha güçlü olması nedeniyle çıktı açığının bir önceki döneme kıyasla daha geç kapandığı bir görünüm çizilmiştir (Grafik 7.3.3).

TCMB'nin Kasım ayından bu yana aldığı kararların krediler ve iç talep üzerindeki etkisinin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşmesi beklenmektedir. Nitekim gerek bankacılık sektörünün bilanço yapısında gözlenmeye başlanan dönüşüm, gerekse mevduat ve kredi faizlerindeki artışlar bu görünümü destekler niteliktedir.

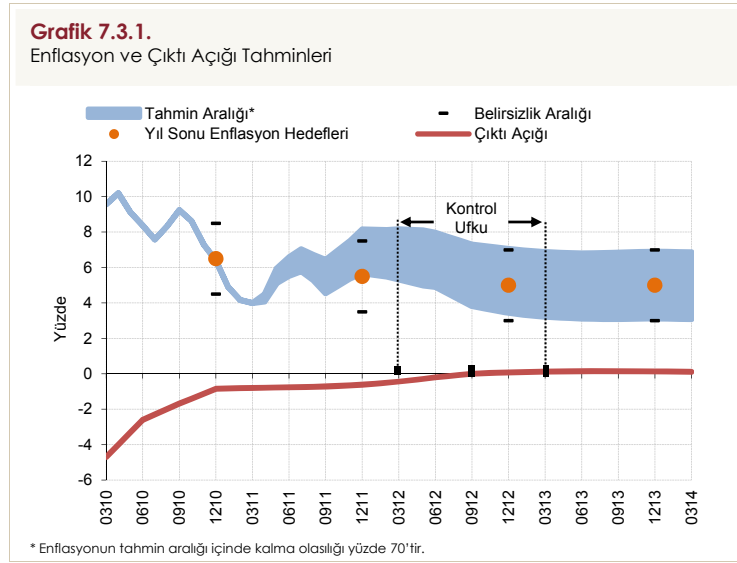
TCMB enflasyon hedeflemesi çerçevesi dahilinde orta vadeli enflasyon öngörülerini oluştururken yalnızca politika faiz oranlarını değil, aynı zamanda zorunlu karşılık oranları ve diğer likidite yönetimi araçlarını da içeren bir politika bileşimini araç olarak kullanmaktadır. Orta vadeli tahminler üretilirken,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

Son olarak, OVP'de belirlenen 2011-2013 dönemini kapsayan hedefler çerçevesinde, maliye politikasında önümüzdeki dönemde sınırlı bir sıkılaştırmanın gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu bağlamda, orta vadeli tahminler oluşturulurken, kamu harcamalarının iç talebe yaptığı katkının 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.

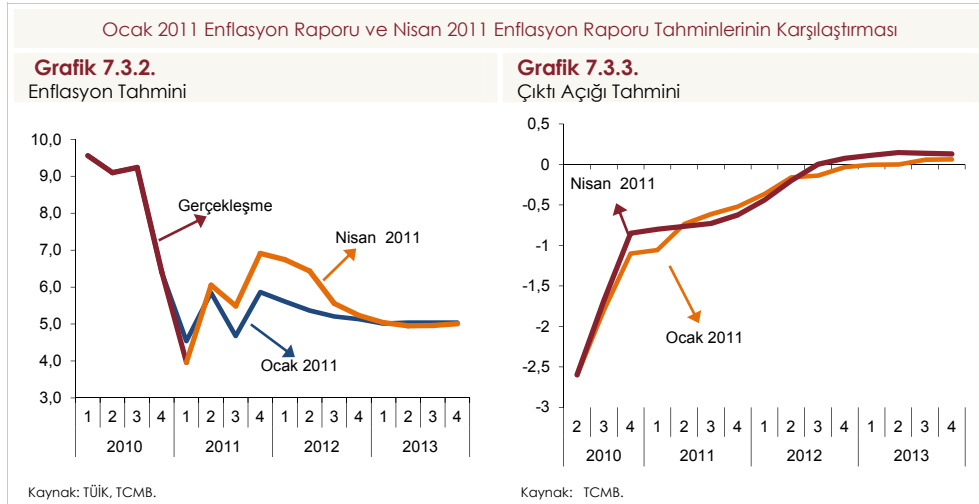
7.3. Orta Vadeli Görünüm

Bir önceki bölümde yer alan varsayım ve öngörüler doğrultusunda güncellenen tahminlere göre, 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 7.3.1).



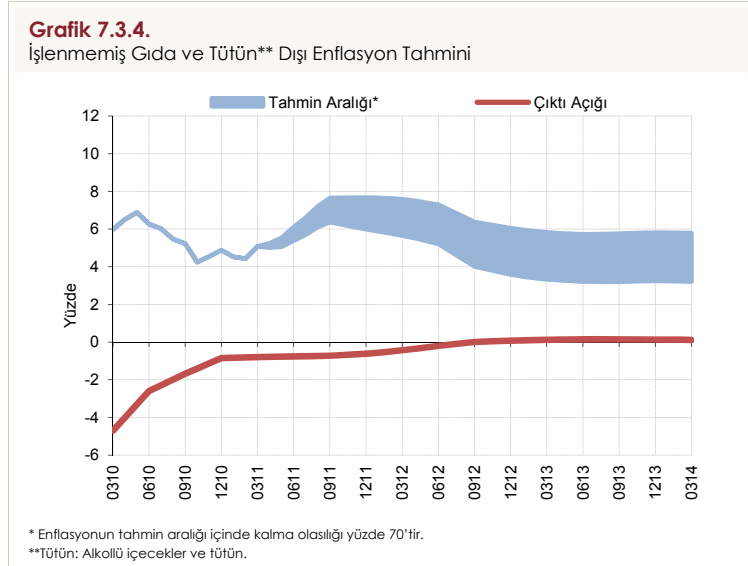
Güncellenen tahminler, orta vadede enflasyonun hedefle uyumlu seviyelerde kalması için önümüzdeki dönemde kredilerin kontrollü ve sağlıklı bir şekilde büyümesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu doğrultuda daha somut bir perspektif vermek amacıyla, tahminler sunulurken kredilerin yıllık artış hızına dair 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.

Enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu ve istikrarlı bir seyir izlemeye devam edeceği öngörülse de, önümüzdeki üç çeyrek 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 yılında enflasyonun seyrinde gıda fiyat hareketlerinden kaynaklanan baz etkilerinin belirleyici olması, bu bağlamda yıllık enflasyonun 2011 yılının ikinci çeyreğinde yükselmesi, üçüncü çeyreğinde ise düşmesi beklenmektedir. Diğer yandan, petrol fiyat artışlarının gecikmeli yansımalarının ve giyim ithalatına yönelik vergi düzenlemelerinin yılın ikinci yarısından itibaren enflasyon üzerinde yukarı yönde etkide bulunması beklenmektedir. 2012 yılının ortalarından itibaren ise söz konusu düzenlemenin etkisinin ortadan kalkması ve emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin azalmasıyla enflasyonun yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir (Grafik 7.3.2).



İşlenmemiş gıda ve tütün gibi para politikasının tamamen kontrolü dışındaki kalemlerde öngörülemez oynaklıklar, enflasyon tahminlerinin sapmasına neden olan başlıca unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle, işlenmemiş gıda ve tütün dışı enflasyon tahminleri de ayrıntılı olarak kamuoyuyla paylaşılmaktadır. Tahminler üretilirken, işlenmemiş gıda ürünlerinde yıllık enflasyonunun yüzde 8 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 4,6 düzeylerinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir (Grafik 7.3.4).



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 edilmesinin temel sebebi 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 fiyatlandırma 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.

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. Beklenti Anketi'ne yanıt veren katılımcıların 2011 yıl sonuna ve 12 ay sonrasına ilişkin beklentileri baz senaryodaki tahminlerimiz ile uyumludur. İki yıl sonrasına dair enflasyon beklentilerinin ise güncellenen tahminlerimizin ve orta vadeli hedefin yaklaşık 1,3 puan üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Tablo 7.3.1).

Tablo 7.3.1.
TCMB Enflasyon Tahminleri ve Beklentiler

	TCMB Tahmini	TCMB Beklenti Anketi*	Enflasyon Hedefi**
2011 Yıl Sonu	6,9	6,9	5,5
12 Ay Sonrası	6,6	6,8	5,3
24 Ay Sonrası	5,0	6,3	5,0

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

7.4. 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 çözülmemiştir. 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 iktisadi 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.

Küresel finans krizi ve sonrasında yaşanan gelişmeler, fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda bir para politikası stratejisi uygularken finansal istikrarın göz ardı edilmesinin, orta ve uzun vadede makroekonomik istikrar ve fiyat istikrarını tehdit edebileceği gerçeğini gözler önüne sermiştir. Bu bağlamda, merkez bankalarının makro bir perspektifle finansal istikrarı gözetmesinin gerekliliği giderek yaygınlık kazanan bir görüş olmuştur. TCMB de bu farkındalıkla 2010 yılının ortalarından itibaren küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal risklere giderek artan bir ağırlıkla değinmeye başlamış ve bu durumun yol açtığı riskleri azaltmak için alternatif politika araçlarının bir arada kullanılması gereğini vurgulamıştır.² Bu kutuda, söz konusu gereklilik doğrultusunda TCMB tarafından tasarlanan ve uygulamaya koyulan yeni para politikası bileşimi değerlendirilmektedir. İlk olarak politika bileşimi açıklandıktan sonra politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı ve iletişimde hangi hususlara değinildiği ele alınmaktadır.³

Yeni Para Politikası Yaklaşımı ve Uygulaması

Küresel kriz sonrası dönemde Türkiye ekonomisi iç talep kaynaklı olarak hızlı bir canlanma sürecine girerken dış talep görece olarak zayıf bir seyir izlemiştir. 2010 yılının ikinci yarısından itibaren gerek Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının gelişmiş ekonomilere göre oldukça yüksek olması gerekse ABD ve Avrupa ekonomilerinde uygulanan genişletici politikalar, gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerini desteklemiştir. Kısa vadeli sermaye girişleri bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırırken, diğer yandan Türk lirasının değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiştir. Cari dengenin hızla bozulması ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve alternatif bir politika yaklaşımını gerekli kılmıştır.

¹ Bu Kutu Başçı ve Kara (İktisat İşletme ve Finans, Mayıs 2011, basım aşamasında) çalışmasından uyarlanmıştır.

² "Önümüzdeki dönemde iç talep ile dış talebin toparlanma hızlarındaki ayrışmanın devam etmesi halinde, para politikası oluşturulurken zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi alternatif araçların daha etkin olarak kullanılması gerekecektir." (2010 Temmuz Enflasyon Raporu).

³ TCMB tarafından tasarlanan yeni para politikası bileşiminin kapsamlı bir analizi için bakınız: Kara H. (2011). "Monetary Policy under Global Imbalances: The Turkish Experience", http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_BIS.pdf.

TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla kredi genişlemesini yavaşlatmayı ve kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmayı ara hedefler olarak benimsemiştir. Bu doğrultuda 2010 yılı Kasım ayından itibaren TCMB, fiyat istikrarından taviz vermeden finansal istikrarın gözetilmesi amacıyla politika faizine ek olarak, faiz koridoru⁴ ve zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimini uygulamaya koymuştur.

Yeni politika bileşimi çerçevesinde kredi hızını kontrol altında tutmak amacıyla zorunlu karşılık oranları kullanılmıştır. Bu bağlamda 2010 Nisan ayında yayımlanan çıkış stratejisiyle birlikte Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılıkların kriz öncesi seviyelerine yükseltileceği açıklanmış ve kademeli artırımlara gidilmiştir. Bunun yanında, Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiş, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiş ve kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranları farklılaştırılmıştır.⁵

Diğer taraftan yeni politika bileşiminin kısa vadeli sermaye girişlerini azaltma ara hedefi doğrultusunda politika faizi olan bir haftalık repo faiz oranı 75 baz puan düşürülerek yüzde 6,25 oranına, gecelik borçlanma faizi ise 500 baz puan düşürülerek yüzde 1,5 oranına çekilmiştir. Yine aynı amaca yönelik olarak, faiz koridoru daha da genişletilerek, para piyasasında kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın konjoktüre göre ayarlanmasına imkan tanıyan bir operasyonel çerçeve oluşturulmuştur.

Para Politikasının İletişimi

Uygulanan para politikası bileşimi ilk planda oldukça karmaşık görünse de enflasyon hedeflemesinin ana ilkelerinden belirgin bir farklılık içermemektedir. Daha önce uygulanan politikaya göre temel fark, konjoktürün gereği olarak fiyat istikrarı temel amacının yanında finansal istikrarın da ağırlıklı olarak gözetilmesi ve bu nedenle politika faizi olan bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılıklar ve etkin likidite yönetiminin destekleyici politika araçları olarak kullanılmasıdır.

⁴ Faiz koridoru gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.

⁵ Bakınız Tablo 7.1.1 ve Tablo 7.1.2.

Yeni politika bileşimi çerçevesinde, tıpkı enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, gelecek dönemde gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyonun hedeften sapması para politikası kararlarında temel ölçüt olarak alınmakta, ancak bu süreçte makro finansal dengesizliklerin de gözetilebilmesi için faiz dışı araçlar da kullanıma sokulmaktadır. Böyle bir ortamda para politikasının duruşu, kısa vadeli faizlerin yanı sıra piyasadaki likidite durumu ve zorunlu karşılık oranları gibi parasal koşulları belirleyen diğer değişkenlere de bağlı olmaktadır. Hangi politika aracının ne şekilde kullanılacağı ise finansal istikrarı ve fiyat istikrarını etkileyen unsurlar tarafından belirlenmektedir.

TCMB'nin finansal istikrara yaptığı vurguyu artırmasının enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riski bulunmaktadır. Söz konusu riskin farkındalığıyla TCMB, aktif bir iletişim politikası izleyerek politika metinlerinde temel amacının fiyat istikrarı olduğunu her fırsatta vurgulamıştır. Buna ek olarak mevcut konjonktürde makro finansal dengesizliklerin göz ardı edilmesinin ilerleyen dönemlerde fiyat istikrarını da tehdit edebileceği hatırlatılmıştır. Amaç fonksiyonundaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek amacıyla, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsenerek para politikasının sıkılaştırılması gerektiği ifade edilmiştir.

Buna ek olarak, yeni para politikası bileşimi çerçevesinde kullanılan faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi alışılmışın dışındaki para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda henüz kabul görmüş kuramsal bir çerçeve bulunmaması da, bu araçların aktif olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisinin iletişimini güçleştirebilmektedir. Bu bağlamda, aktarım mekanizmasına dair belirsizliklerin beklentileri bozmasını engellemek için, alınan tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkisinin yakından takip edileceği ve gerekirse aynı yönde ilave tedbirler alınacağı politika metinlerinde sıklıkla vurgulanmıştır.⁶

Bilindiği üzere TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde Enflasyon Raporları aracılığıyla enflasyon tahminlerini kamuoyuyla paylaşırken, politika faizinin nasıl bir seyir izleyeceğine dair varsayımını da niteliksel olarak açıklamaktadır. Yeni politika stratejisine geçilmesiyle TCMB, faiz politikasına dair somut bir bilgi vermek yerine, para politikasının iletişimini politika bileşimi ve "parasal sıkılaştırma" kavramları üzerinden yapmıştır. Bu çerçevede politika bileşimini oluşturan her bir aracın hangi yönde ve nasıl bir seyir izleyeceği konusundaki esnekliğin korunması gerektiği düşüncesiyle politika araçlarının

⁶Bu yaklaşım doğrultusunda, 2011 Mart ayında finansal istikrarı pekiştirmenin yanı sıra petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerini engellemek amacıyla zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasında kayda değer bir artışa gidilmiştir.

yönünden ziyade politika bileşiminin net etkisine dair öngörüler paylaşılmakta ve bileşimin alt kalemleri ile ilgili somut bir patika verilmemektedir. Bu uygulama, aynı zamanda politika bileşimi araçlarından olan kısa vadeli faizlerin tahmin edilebilirliğini azaltarak zorunlu karşılıklara ilişkin alınan kararların faiz riski kanalı üzerinden daha etkili olmasına katkıda bulunmaktadır.

TCMB, uygulanan para politikasının sınırları konusunda açık bir iletişim stratejisi izlemiştir. Zorunlu karşılıkların krediler ve iç talebi sınırlamaya yönelik araçlardan sadece bir tanesi olduğu belirtilmiş ve makro finansal risklerin azaltılması açısından diğer ilgili kurumların destekleyici tedbirlerinin de önemli olduğu vurgulanmıştır. Doğrudan kredi arzını kısımaya yönelik tedbirlerin, TCMB'nin uyguladığı politikaların etkililiğini ve verimliliğini artıracacağı ifade edilmiştir.⁷ Diğer bir ifadeyle, uygulanan politika bileşiminin etkinliği açısından, diğer ilgili kurumlarca yapılabilecek destekleyici düzenlemelerin ve mali disiplinin önemli olduğu hatırlatılmıştır.

Yeni politika bileşimine kapsamında alınan ilk sonuçlar, söz konusu politika yaklaşımının kısa vadeli sermaye hareketlerinin oluşturduğu makro risklerin olumsuz etkilerini azaltmak için uygun bir strateji olduğuna işaret etmektedir (Bakınız 5. Bölüm-Finansal Piyasalar ve Aracılık). TCMB, fiyat istikrarına kalıcı bir şekilde ulaşırken finansal istikrarı da makro düzeyde gözetip korumak amacıyla kısa vadeli faizleri ve faiz dışı araçları eşgüdüm içinde kullanmaya devam edecektir.

Son olarak, TCMB'nin uyguladığı politikanın ülkemize ve içinden geçmekte olduğumuz döneme özgü olarak tasarlandığı hatırlatılmalıdır. TCMB, finansal istikrar vurgusunu yaparken cari denge ve finansman kalitesi ile hızlı kredi genişlemesine odaklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, yapılan finansal istikrar vurgusu makro bir perspektif içermekte ve döneme özgü tasarlanmış bir iletişim stratejisini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde konjoktüre bağlı olarak makro finansal risklerin farklı değişkenler aracılığıyla vurgulanması da mümkün olabilecektir.

⁷ 2011 Mart ayı Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti.