

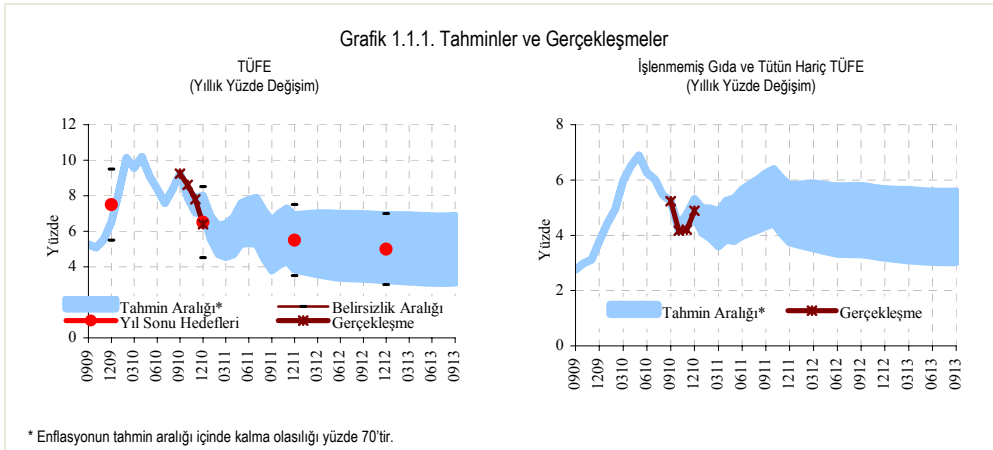
1. Genel Değerlendirme

Yılın son çeyreğinde küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam ederken gelişmiş ekonomilere dair aşağı yönlü riskler önemini korumuştur. Gelişmiş ekonomilerde gerek finansal kuruluşların ve firmaların, gerekse hanehalkının bilanço onarım süreci devam etmekte, bu durum özel tüketim ve yatırımın iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmaya verdiği desteği sınırlamaktadır. Öte yandan, küresel finans krizinden görece olarak daha az etkilenen gelişmekte olan ekonomilerde ise istikrarlı toparlanma eğilimi iç talep kaynaklı olarak devam etmektedir.

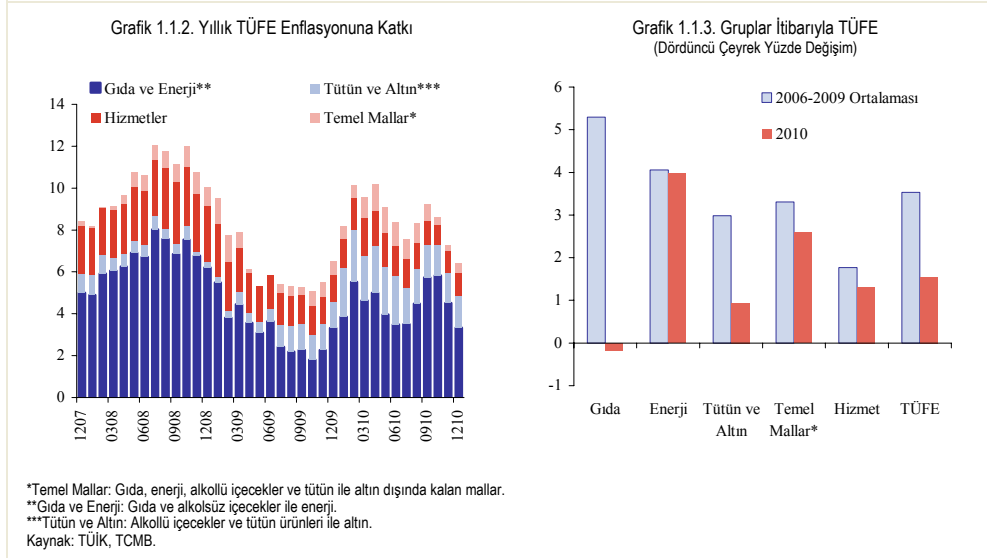
Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki süregelen ayrışma ve bu durumun yurt içi ekonomiye yansımaları, yılın son çeyreğinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin uyguladığı para politikası stratejisinde belirleyici olmuştur. Gelişmiş ülkelerde iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskleri bertaraf etmek amacıyla uygulanan olağanüstü düzeyde genişletici para politikaları, küresel likiditeyi artırırken getiri arayışını da hızlandırmıştır. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını güçlendirmektedir. Öte yandan, ihracatımızın ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ve bu ülkelerin ekonomilerindeki toparlanmanın yavaş gerçekleşmesi dış talepteki toparlanmayı sınırlamıştır. Küresel ölçekte gözlenen düşük faizler, güçlenen kısa vadeli sermaye akımları sonucunda hızlanan kredi büyümesi ile artan ithalat ve zayıf seyreden dış talep 2010 yılında cari açığımızın hızla genişlemesi sonucunu doğurmuştur. Bütün bu gelişmeler para politikasının, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da belirli bir ağırlıkla gözetmesini gündeme getirmiş ve TCMB'nin 'yeni normal' olarak da adlandırılan bu yeni küresel konjonktüre uygun bir strateji benimsemesini gerektirmiştir. Bu çerçevede TCMB, daha önceki raporlarda açıkladığı gibi araç çeşitliliğine giderek, temel politika aracı olan bir haftalık repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılık ve likidite yönetimi gibi araçları daha aktif olarak kullanmaya başlamıştır.

1.1. Enflasyon Gelişmeleri

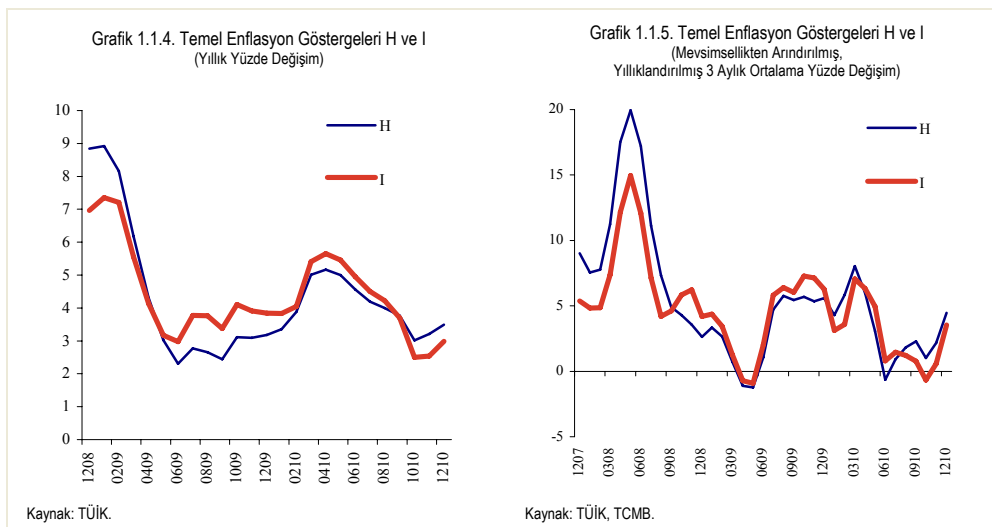
2010 Ekim ayında yayımlanan Enflasyon Raporu'nda TCMB'nin tamamen kontrolü dışında olan işlenmemiş gıda ve tütün kalemlerinden kaynaklanan fiyat artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki katkısının 5 puan civarında olduğuna dikkat çekilmiş ve bu kanaldan enflasyondaki düşüş için önemli bir alan olduğu tespiti yapılmıştı. Nitekim, yılın son çeyreğinde, enflasyon 2,83 puan gerilemiş ve yüzde 6,4 ile yıl sonu hedefine oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu düşüşte, bir önceki raporda da öngörüldüğü gibi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin gerileme etkili olmuştur. Böylece 2010 yılında gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüzde 7,02 olarak gerçekleşmiş ve Ekim Enflasyon Raporu'nda varsayılan 10,5 değerinin oldukça altında kalmıştır. Bu gelişme, kısa dönem enflasyon tahminlerindeki yaklaşık bir puanlık sapmanın tamamını açıklamaktadır. Nitekim, işlenmemiş gıda ve tütün hariç enflasyon Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülene paralel bir seyir izlemiştir (Grafik 1.1.1).



Yıl içinde 4,67 puana kadar yükselen gıda grubunun yıllık enflasyona olan katkısı 2010 yılı sonu itibarıyla 1,94 puana gerilemiştir (Grafik 1.1.2). Dördüncü çeyrekte enflasyondaki olumlu gelişme sadece gıda grubu ile sınırlı kalmamış, bu dönemde mal ve hizmet kalemlerinin tamamında değişim oranlarının geçmiş yılların aynı dönem ortalamasının altında kaldığı görülmüştür (Grafik 1.1.3).



Yılın son çeyreğinde temel enflasyon göstergelerinin yıllık artış oranı önceki çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 1.1.4). 2009 yılında dayanıklı tüketim mallarında uygulanan geçici vergi ayarlamalarının oluşturduğu baz etkisi Ekim ayında göstergelerin yıllık artış oranlarını düşürücü yönde etkide bulunmuştur. Yılın son iki ayında ise göstergelerde sınırlı oranda yükseliş gözlenmiştir. Temel enflasyon göstergelerinin yakın dönem eğilimi son dönemde artış gösterse de orta vadeli hedeflerle uyumlu kalmıştır (Grafik 1.1.5). TCMB bünyesinde farklı yöntemlerle hesaplanan temel enflasyon göstergeleri de benzer bir ana eğilime işaret etmiştir (Kutu 3.2).

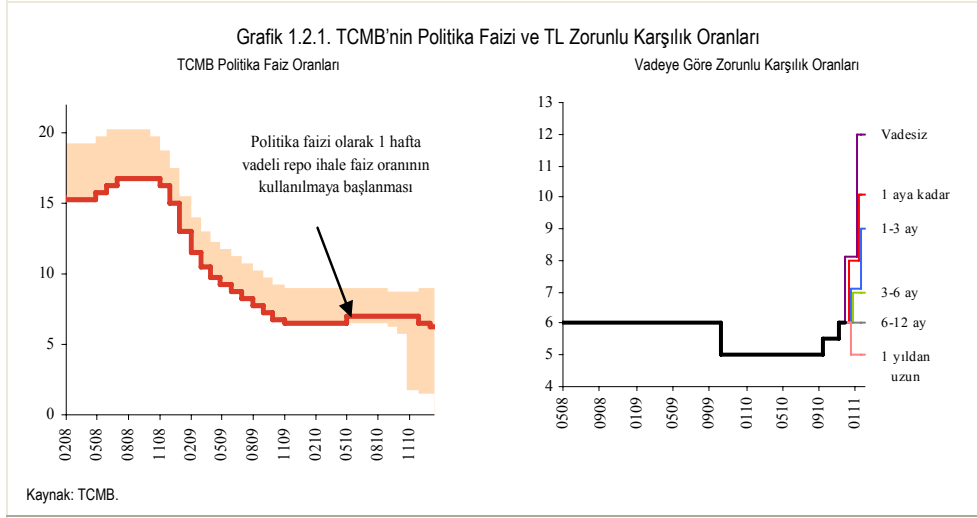


1.2. Para Politikası Gelişmeleri

2010 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülkelerin para politikalarının ikinci bir niceliksel genişleme sürecine girmesi ve buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının güçlenmesi, TCMB'nin politika stratejisinde önemli değişiklikler yapmasını gerektirmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışmayı beslemesi, cari işlemler açığının hızla artmasına neden olmuş ve makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem alınmasını gerektirmiştir. Bu dönemde enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi, para politikasının finansal istikrara odaklanmasına olanak tanımıştır. Bu çerçevede TCMB, kısa vadeli faizlerle birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşimini benimsemiştir.

Yeni para politikası stratejisi, iç ve dış dengeyi bir arada sağlamak amacıyla birden fazla aracın kullanılmasını öngörmektedir. Bu kapsamda gerek politika faiz oranı gerekse likidite yönetimi araçları ile zorunlu karşılık oranları, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla bir arada kullanılmaktadır. Bu çerçevede Para Politikası Kurulu (Kurul); daha düşük politika faizi ve daha yüksek zorunlu karşılık oranları şeklindeki politika bileşiminin, içinde bulunduğumuz konjunktürde finansal istikrarı ve fiyat istikrarını birlikte gözetebilmek açısından en uygun seçenek olarak ortaya çıktığını belirtmiştir.

Kurul, 2010 yılının Aralık ve Ocak aylarında aldığı kararlarla politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürmüştür. Politika faizindeki indirim ek olarak, TCMB gecelik borçlanma faizi de 450 baz puan indirilerek yüzde 1,5 seviyesine çekilmiştir. Gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridorun genişletilmesiyle kısa vadeli faizlerin konjunktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak verilmiştir (Grafik 1.2.1). Bütün bu kararlarla bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerinin uzun vadeye yönlendirilmesi, diğer taraftan TL'nin değerinin iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesinin önlenmesi amaçlanmıştır.



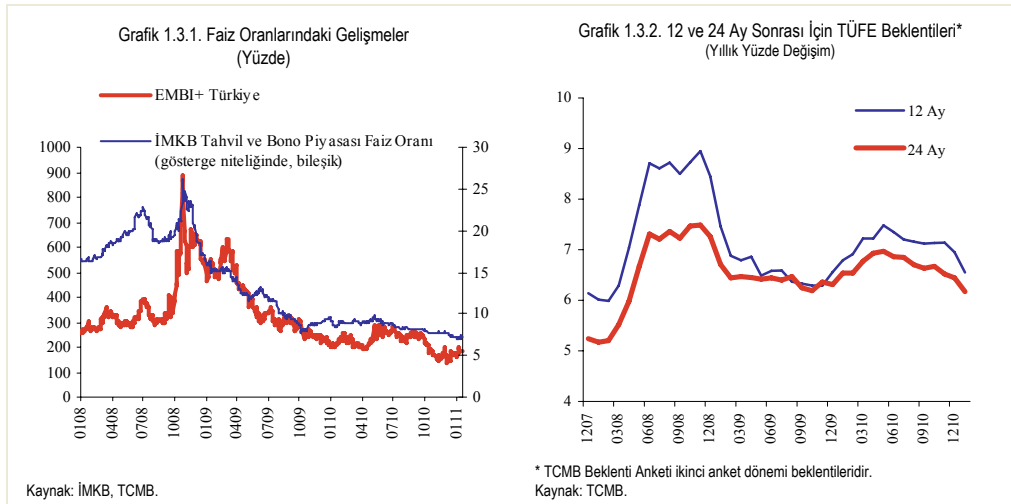
Yeni politika bileşimi belirlenirken göz önünde bulundurulmuş bir diğer husus, cari dengedeki bozulmaya önemli katkıda bulunan hızlı kredi genişlemesinin yavaşlatılmasıdır. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarının aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Aralık ve Ocak aylarında zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması belirgin olarak yükseltilirken, vadesi uzadıkça azalan bir biçimde farklılaştırılmıştır (Grafik 1.2.1). Bu kararlar bir taraftan kredi genişlemesinin yavaşlatılması, diğer taraftan bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılarak aktiflerle pasifler arasındaki vade uyumsuzluğunun azaltılması hedeflenmiştir.

TCMB, cari açığa ilişkin tedbirler tasarlanırken ön planda tutulması gereken temel unsurun fiyat istikrarı olduğunu vurgulamıştır. Bu doğrultuda Kurul, yeni politika çerçevesinde alınan ve alınması öngörülen tedbirlerin net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağını vurgulamıştır. Diğer bir ifadeyle, zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının artırılması yoluyla gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın faiz indirimlerinin genişletici etkisini ters yönde fazlasıyla telafi edeceği değerlendirilmiştir.

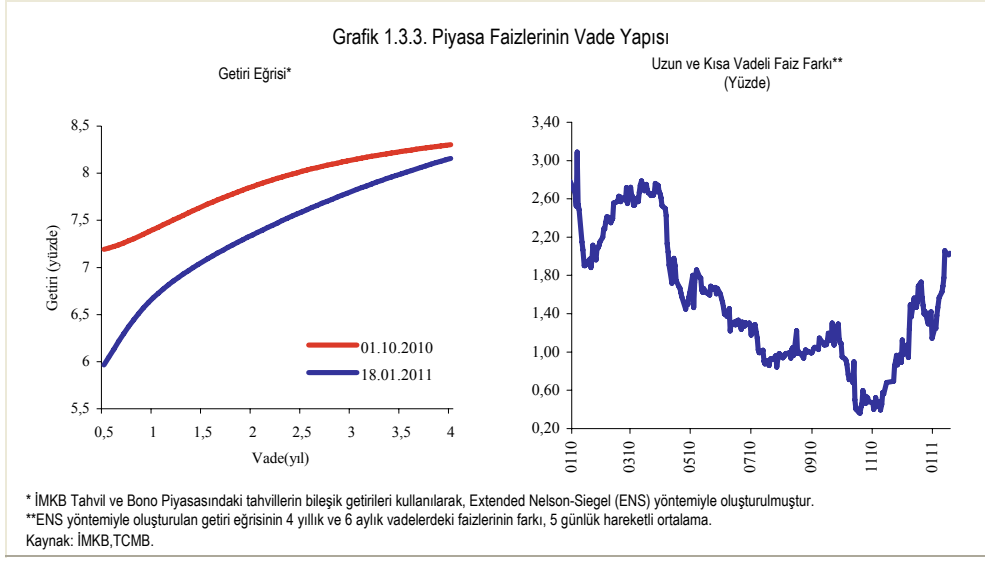
1.3. Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

Parasal ve Finansal Koşullar

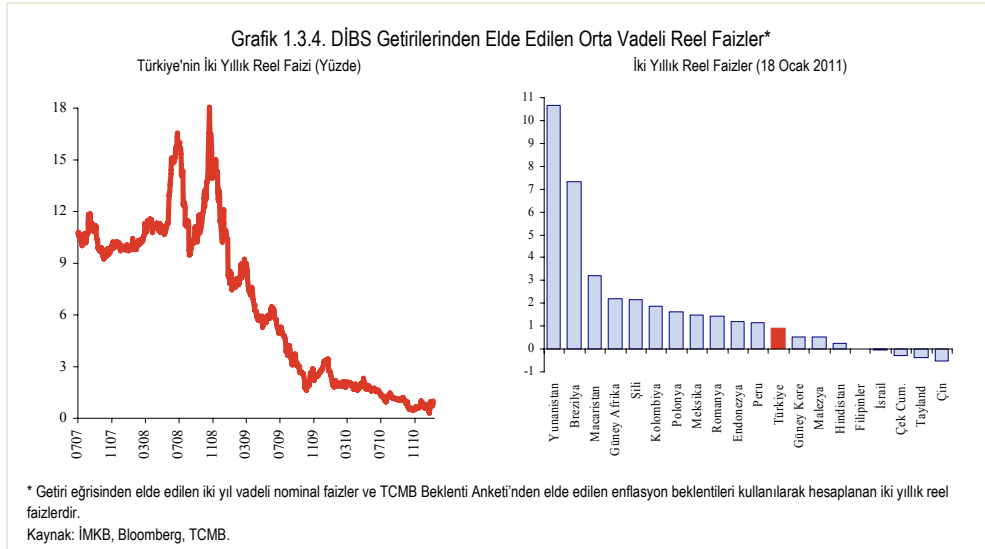
Yılın son çeyreğinde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, TCMB'nin faiz indirim kararları ve buna paralel olarak geleceğe yönelik politika faizi seviyesine dair beklentilerin aşağı yönlü güncellenmesi, piyasa faizleri üzerinde belirleyici olmuştur. Nitekim, piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğiliminin, Aralık ayının başından itibaren TCMB'nin ölçülü faiz indirimlerinin gündeme gelebileceğini belirtmesinin ardından güçlendiği gözlenmektedir. Bu doğrultuda, gösterge kıymetin faizi de tarihi olarak düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 1.3.1). Öte yandan, bu dönemde enflasyon beklentilerinin aşağı yönlü eğiliminin de piyasa faizlerindeki düşüşte etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 1.3.2).



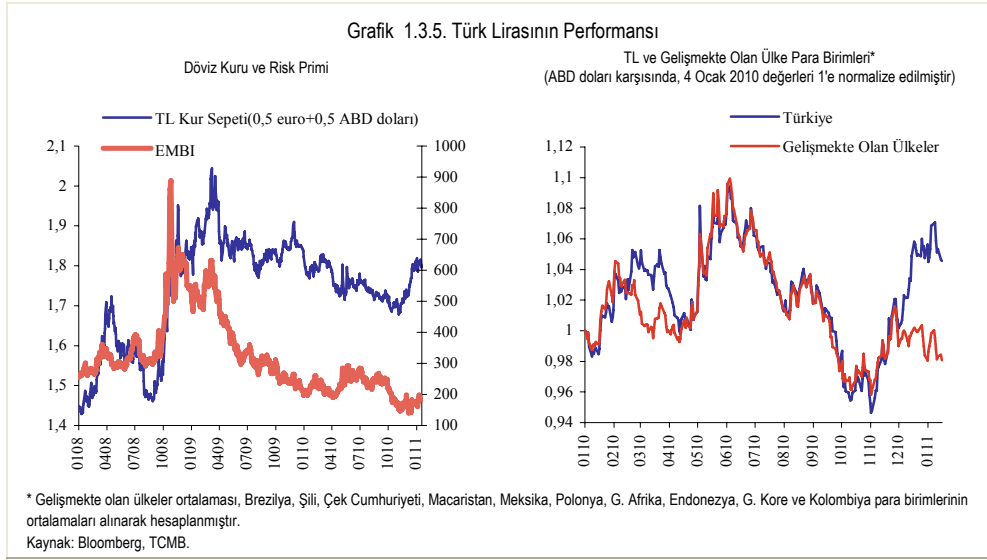
Yılın son çeyreğinde piyasa faizlerindeki düşüşün kısa vadelerde daha belirgin olmasıyla, getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla dikleşmiştir. TCMB'nin faiz indirimi kısa vadeli piyasa faizlerinin hızlı bir biçimde düşmesine yol açarken, politika faizinin gelecekte alacağı seyre dair net bir sinyal verilmemesi uzun vadeli faizlerdeki düşüşün daha sınırlı olmasına neden olmuştur. Öte yandan, bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı biçimde seyretmeye devam etmesi Türkiye'de düşük faiz ortamının kalıcı olacağı beklentisini yansıtmaktadır (Grafik 1.3.3).



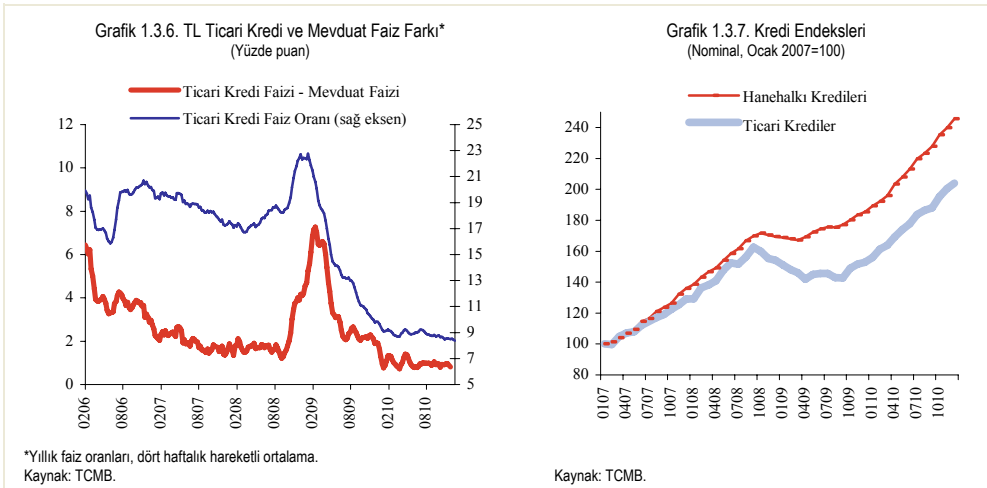
Piyasada oluşan nominal faizlerin düşük seviyesi reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir. Buna karşılık, Türkiye'nin reel faizlerinin diğer birçok gelişmekte olan ülkeden ayrılmadığı gözlenmektedir (Grafik 1.3.4).



Kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğilimine paralel hareket eden TL, son dönemde farklı bir seyir izleyerek görece değer kaybı yaşamıştır. Bu gelişmenin, politika faizinde indirimlerin gündeme gelebileceğinin belirtildiği Aralık ayında başladığı ve faiz indirimlerinin ardından belirginleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 1.3.5).



Yılın son çeyreğinde küresel ölçekte süregelen düşük faizler, dış finansmana kolay erişim imkanı ve iktisadi faaliyetin güçlü seyri gibi unsurlar kredi koşullarının iyileşmesine destek vermeye devam etmiştir. Bu çerçevede, kredi faizi ile mevduat faizi arasındaki fark tarihsel olarak düşük düzeylerini korumuştur (Grafik 1.3.6). Gerek kredi faizlerinin düşük seyri gerekse kredi riski göstergelerindeki iyileşmenin etkisiyle kredi hacmindeki hızlı artışlar devam etmiştir (Grafik 1.3.7). Önümüzdeki dönemde kredilerin yakından izlenmesi ve ortaya çıkabilecek makro finansal risklerin sınırlandırılmasına yönelik tedbirlerin alınmaya devam etmesi büyük önem taşımaktadır.

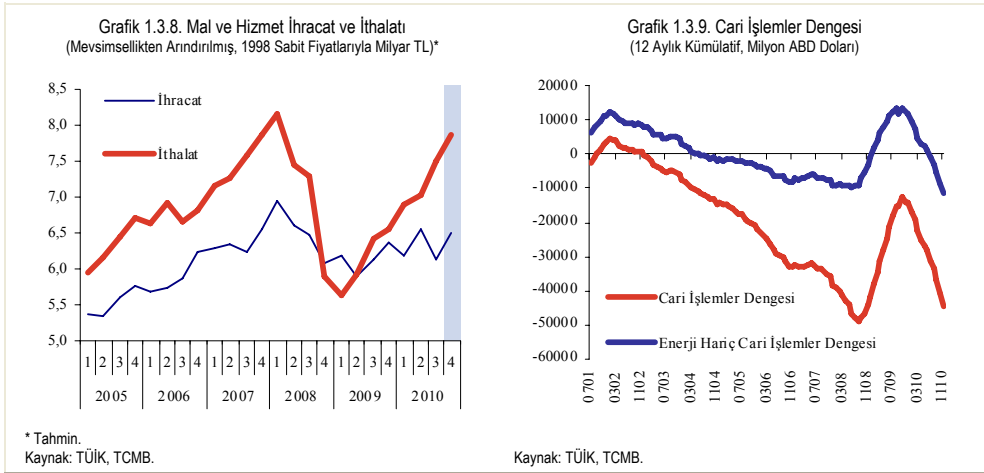


Özetle, yılın son çeyreğinde parasal ve finansal koşullar iktisadi faaliyeti destekleyici yönde kalmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, kredi kanalının tüketim ve yatırım talebi üzerindeki genişletici etkisi sürmüştür.

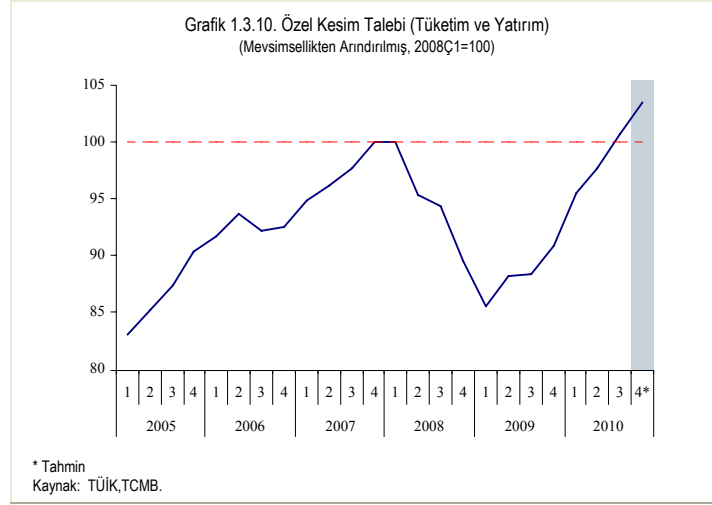
Toplam Talep Görünümü

Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyulan görünümle uyumlu seyretmiştir. Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunların etkisiyle üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyetin büyüme hızı yavaşlamıştır. Bu dönemde yurt içi talep istikrarlı bir şekilde toparlanmaya devam ederken, dış talep zayıf bir seyir izlemiştir. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 1.3.8).

Son döneme ilişkin veriler, iktisadi faaliyette üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olduğuna işaret etmektedir. Yılın son çeyreğinde ihracat tekrar artış göstermiş, buna karşılık kredi genişlemesindeki hızlanma ve Türk lirasının güçlü seyrine paralel olarak ithal mallara yönelik yurt içi talep belirgin bir ivmelenme sergilemiştir. Bu gelişmeler sonucunda cari dengedeki bozulma eğilimi devam etmiştir (Grafik 1.3.9).



Küresel ekonomideki zayıf toparlanma eğilimi iktisadi faaliyeti sınırlamaya devam etmekle birlikte, yurt içi talebin güçlü seyri toplam talep artışını desteklemektedir. Nitekim, özel kesim tüketim ve yatırım harcamaları 2009 yılının son çeyreğinden itibaren girdiği hızlı büyüme eğilimini 2010 yılının son çeyreğinde de sürdürmüştür (Grafik 1.3.10).



İç talepteki güçlü artışlar sonucu iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam etmesi istihdam koşullarının kademeli olarak iyileşmesini sağlamaktadır. Tarım dışı istihdamda 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen hızlı toparlanmanın 2010 yılının üçüncü çeyreğinde duraksadığı gözlenirse de, öncü göstergeler bu durumun kalıcı olmadığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, işgücüne katılım oranlarının yüksek seyri nedeniyle işsizlik oranlarının bir müddet daha kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmesi beklenmektedir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde birim işgücü maliyetleri üzerinde belirgin bir baskı hissedilmeyeceği tahmin edilmektedir.

Özetle, yılın son çeyreği itibarıyla parasal koşullar yurt içi talebi desteklemeye devam etmektedir. Bu dönemde tüketim ve yatırım harcamalarının giderek güçlenmesiyle özel kesim talebindeki toparlanma hızlanmış, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği destek Ekim Enflasyon Raporu'nda öngörülene kıyasla azalmıştır. Son dönemde alınan politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde yurt içi talebi daha ılımlı bir büyüme patikasına getireceği tahmin edilmektedir. Bu değerlendirmeler doğrultusunda, enflasyon tahminleri güncellenirken iç talebin artış hızının kademeli olarak azaldığı, dış talebin ise yavaş da olsa toparlanmaya devam ettiği bir görünüm esas alınmıştır. Bu çerçevede, Ekim dönemi ile kıyaslandığında, toplam talep koşullarının enflasyon görünümüne etkisi bakımından önemli bir değişikliğe işaret etmemektedir.

Maliye Politikası

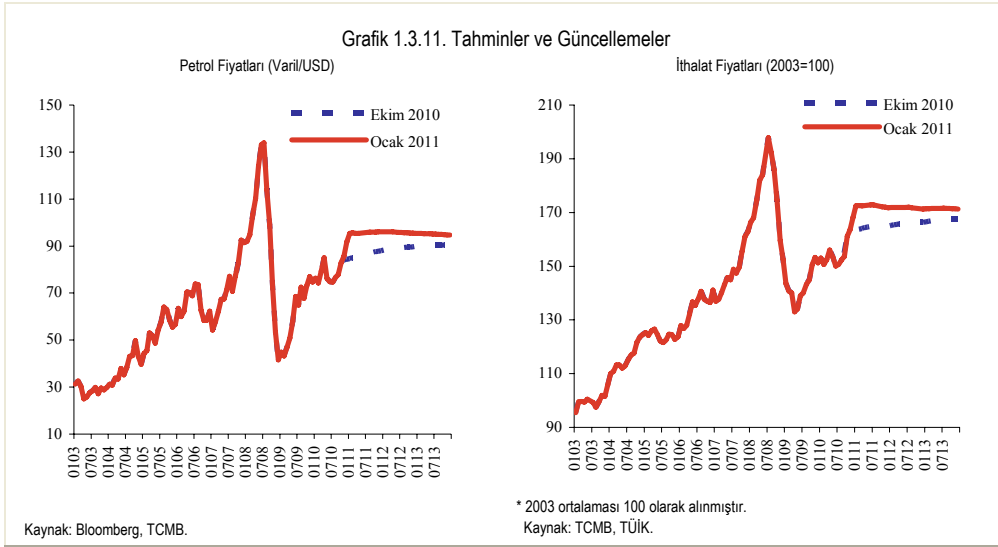
Enflasyon tahminleri üretilirken, Ekim Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonları temel alınmıştır. 2010 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin öngörülenin üzerinde seyretmesi sonucu vergi gelirlerinde ortaya çıkan ek artışların önemli bir bölümünün harcanması, çıktı açığının sınırlı bir miktar da olsa yukarı yönlü güncellenmesinin temel nedeni olmuştur. Bununla birlikte, bütçe dengesinin büyük ölçüde OVP hedefleri doğrultusunda gelişmesi nedeniyle orta vadede maliye politikası görünümünde kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır. Dolayısıyla, tahminler üretilirken, faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerilemeye devam edeceği varsayılmıştır. Tahmin ufku boyunca kamu borcunun milli gelire oranındaki düşüşün devam ettiği, risk priminde ise önemli bir değişim olmadığı bir çerçevede esas alınmıştır. Ayrıca, tahminler üretilirken vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünüm çizilmiştir.

Temel Varsayımlardaki Güncelleme

Ekim Enflasyon Raporu'nda gıda fiyatlarının yıllık artış oranının 2010 sonunda yüzde 10,5 olarak gerçekleşikten sonra kademeli olarak gerileyerek 2011 sonunda yüzde 7 düzeyine düşeceği ve tahmin ufku boyunca bu seviyelerde seyredeceği varsayılmıştır. 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. 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 varsayılmıştır. 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 alınmıştır. 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. 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 (Grafik 1.3.11). Varsayımlardaki bu değişiklik 2011 enflasyon tahminlerinin yaklaşık 35 baz puan yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur.

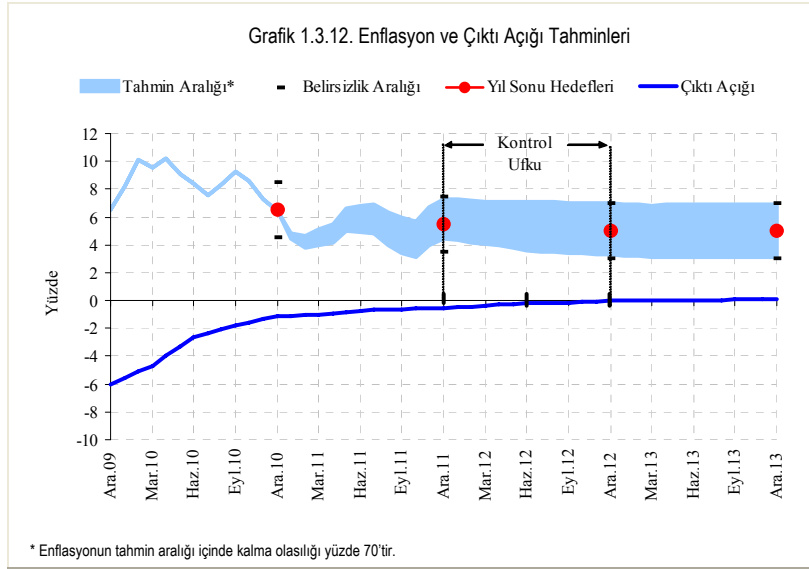


Enflasyon Görünümü

TCMB, 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçtiği dönemden bu yana orta vadeli enflasyon tahminlerini kamuoyu ile paylaşmakta ve enflasyon görünümünü oluştururken politika faizine dair niteliksel bir perspektif vermektedir. Mevcut konjonktürde finansal istikrarın fiyat istikrarı ile bir arada gözetilmesi gerekliliği, para politikasında araç çeşitliliğine gidilmesini gerektirmiş ve bu çerçevede TCMB, politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi araçlardan oluşan bir politika bileşimi uygulamaya başlamıştır. Önümüzdeki dönemde küresel konjonktürden kaynaklanan belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle, politika bileşimini oluşturan her bir aracın hangi yönde ve nasıl bir seyir izleyeceği konusundaki esnekliğin korunması gerektiği düşünülmektedir. Bu nedenle mevcut Rapor'da enflasyon tahminleri paylaşılırken politika araçlarının yönünden ziyade politika

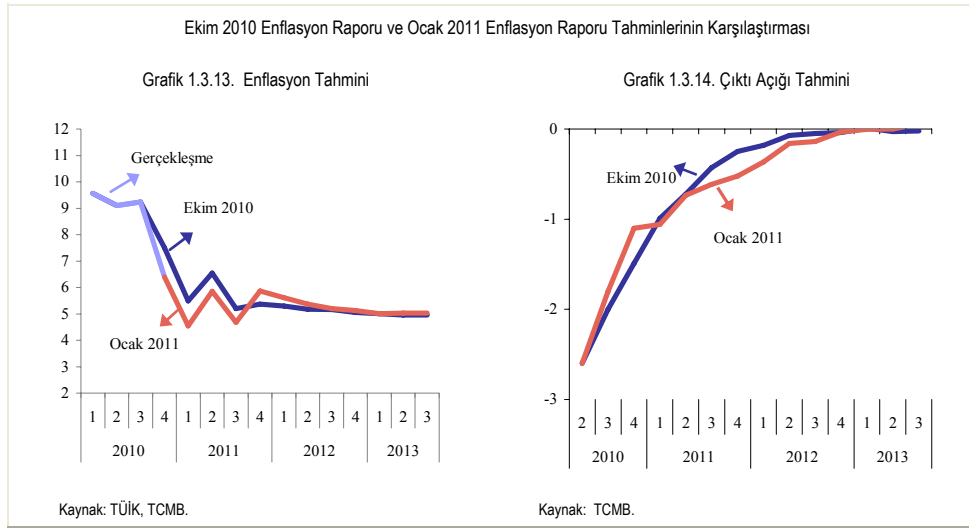
bileşiminin net etkisine dair öngörüler paylaşılacak, bileşimin alt kalemleri ile ilgili somut bir patika verilmeyecektir.

Bu çerçevede, politika bileşiminin 2011 yılının kalanında sınırlı bir ek parasal sıkılaştırma sağlayacak şekilde değiştirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda yüzde 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 1.3.12).



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 bir çok 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 1.3.13). Çıktı açığında ise 2010 yılının son çeyreği için sınırlı miktarda yukarı yönlü güncelleme yapılmıştır (Grafik 1.3.14). Öte yandan, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri göz önüne alınarak, çıktı açığının bir önceki rapora kıyasla daha yavaş kapandığı bir çerçevede esas alınmıştır.



Kısa vadede işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düzeltme ve 2010 yılının ilk aylarındaki yüksek bazın etkisiyle enflasyonun aşağı yönlü belirgin bir hareket göstererek orta vadeli hedeflerin altına düşeceği, sonrasında ise bir müddet dalgalı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin ortadan kalkmasıyla, enflasyonun 2012 yılının ortaları itibarıyla yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedefe ulaşacağı öngörülmektedir.

Açıklanacak her türlü yeni verinin ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikası görünümüne ilişkin ifade edilen varsayımlar, TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

1.4. Riskler ve Para Politikası

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 olabilecektir.

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 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. Enflasyon tahminleri üretilirken kamu maliyesinde OVP hedefleri esas alınmıştır. Mali duruşun bu çerçeveden belirgin olarak sapsması 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.