

## PARA POLİTİKASI KURULU TOPLANTI ÖZETİ

Toplantı Tarihi: 20 Ocak 2011

### *Enflasyon Gelişmeleri*

1. Aralık ayında tüketici fiyatları yüzde 0,30 oranında düşmüş ve yıllık enflasyon yüzde 6,40'a gerilemiştir. Böylelikle, tüketici enflasyonu yüzde 6,5 olan 2010 yılı hedefine oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Bu dönemde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düzeltme sürmüştür, hizmet ve temel mal gruplarında ise enflasyon sınırlı oranda yükselse de orta vadeli hedeflerle uyumlu seyrini korumuştur. Önümüzdeki aylarda genel enflasyonun, temelde baz etkisi ile düşmeye devam edeceği, temel (çekirdek) göstergelerinin yıllık artış oranında ise sınırlı artışlar olacağı öngörülmektedir.
2. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki azalış sürmüştür ve grup fiyatları Aralık ayında yüzde 5,79 oranında gerilemiştir. Bu dönemde hem taze sebze ve meyve fiyatlarında hem de kırmızı et fiyatlarında düşüş kaydedilmiştir. Ekim Enflasyon Raporu'nda, 2010 yılına ilişkin meyve-sebze üretim tahminleri çerçevesinde, meyve-sebze fiyatlarındaki bu yükselişin geçici olduğu ve yılın son çeyreğinde söz konusu fiyatlarda bir düzeltme gözleneceği belirtilmişti. Nitekim bu gruptaki fiyat artışları son çeyrekte yerini öngörülenin de ötesinde azalışlara bırakmış, Ekim ayında yüzde 31,28'e kadar yükselen işlenmemiş gıda yıllık enflasyonu yıl sonunda yüzde 8,52 olmuştur.
3. İşlenmiş gıda grubunda ise işlenmiş et fiyatları gerilerken, uluslararası fiyat gelişmeleri doğrultusunda ekmek ve tahıllar ile katı ve sıvı yağlar kalemlerinde fiyat artışları sürmüştür. Böylelikle, üçüncü çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatlarına bağlı olarak endeks tarihinin en yüksek artışını gösteren gıda ve alkolsüz içecekler grubunda yıllık enflasyon yüzde 7,02'ye gerilerken, bu grubun yıl içinde 4,67 puana kadar yükselen yıllık enflasyona katkısı yıl sonunda 1,94 puan olmuştur.
4. Enerji fiyatları Aralık ayında, uluslararası petrol fiyatları ile döviz kuru gelişmeleri çerçevesinde artan akaryakıt ve tüpgaz fiyatları ile yüzde 2,73 oranında yükselmiştir. Buna ek olarak çeşitli illerde su tarifelerinde artışlar da gözlenmiştir. Böylece, yılın ikinci yarısında gerilemekte olan yıllık enerji enflasyonu Aralık ayında yüzde 9,96'ya yükselmiştir.

5. Hizmet grubunda enflasyon yılsonu itibarıyla yüzde 4,24 ile endeks tarihinin en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Aralık ayında hizmet enflasyonu haberleşme hizmetlerindeki artışa bağlı olarak sınırlı olarak yükselse de, kira, lokanta oteller ve ulaştırma hizmetleri gruplarında enflasyon gerilemiştir. Temel mal (gıda, enerji, alkollü içecekler, tütün ve altın dışında kalan mallar) grubunda ise yıllık enflasyon, Aralık ayında giyim ve ayakkabı grubunda sezon indirimlerinin mevsimsel ortalamaların altında gerçekleşmesi ile yüzde 1,70'e yükselmiştir. Hizmet ve temel mal gruplarındaki bu gelişmeler sonucunda temel enflasyon göstergelerinin yıllık artışı Aralık ayında sınırlı oranda yükselse de orta vadeli hedeflerle uyumlu görünümünü korumuştur.

### ***Enflasyonu Etkileyen Unsurlar***

6. Son dönemde iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler Ekim Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle büyük ölçüde uyumludur. Sanayi üretimi, Kasım ayında aylık bazda gerilese de Ekim ayındaki yüksek oranlı artışın etkisiyle Ekim-Kasım döneminde üçüncü çeyrek ortalamasının belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Öncü göstergeler, Kasım ayındaki üretim kaybının Aralık ayında telafi edileceğine işaret etmektedir. Nitekim, son çeyreğe ilişkin kapasite kullanım oranı ve sipariş beklentileri üretimde üçüncü çeyreğe kıyasla güçlü bir artış eğilimi göstermektedir. Bu gelişmeler, Para Politikası Kurulu'nun (Kurul) yılın son çeyreğinde iktisadi faaliyetin tekrar ivmelendiği yönündeki görüşünü teyid etmektedir.
7. İç talepteki güçlü artışın desteğiyle iktisadi faaliyet toparlanmaya devam etmektedir. Ekim-Kasım döneminde tüketim malları üretim ve ithalatı üçüncü çeyrek ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Son çeyreğe ilişkin anket göstergeleri, satış verileri ve tüketici güveninde gözlenen iyileşme özel tüketim talebindeki toparlanmanın devam ettiğine işaret etmektedir. Bununla birlikte Kurul, yakın dönemde alınan politika tedbirlerinin, önümüzdeki dönemde kredi kullanımını ve yurt içi talebin toparlanma hızını sınırlayacağını tahmin etmektedir.
8. Yatırım mallarına ilişkin üretim ve ithalat göstergeleri Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyrek ortalamasına göre özellikle taşıt sektörü kaynaklı olmak üzere belirgin bir artış kaydetmiştir. Son çeyreğe ilişkin göstergeler, özel kesim yatırımlarının bir önceki çeyreğe kıyasla hızlanacağına ve yıllık bazda yüksek oranlı artış eğilimini sürdüreceğine işaret etmektedir. Kurul, önümüzdeki dönemde de parasal koşulların desteği ve talep belirsizliğinin azalmasıyla birlikte yatırımlardaki güçlü seyrin devam edeceğini tahmin etmektedir. Nitekim, kapasite kullanım oranlarındaki kademeli artış eğilimine ek olarak imalat sanayi yatırım eğiliminin son dönemde belirgin şekilde artarak son dört yılın en yüksek seviyesine ulaşması bu görünümü desteklemektedir. Bununla

birlikte Kurul üyeleri, dış talebe ilişkin belirsizliklerin özellikle imalat sanayi yatırımlarının toparlanma hızını sınırlamaya devam edebileceği değerlendirmesinde bulunmuştur.

9. Dış talebe ilişkin belirsizlikler önemini korumaktadır. Üçüncü çeyrekte gerileyen altın hariç ihracat miktar endeksi Ekim-Kasım döneminde bir önceki çeyreğe göre artış gösterse de ihracata ilişkin öncü veriler ve sipariş göstergeleri kısa vadede güçlü bir canlanmaya işaret etmemektedir. Nitekim, krizden çıkış sürecinde ihracatın yurt içi talebe kıyasla oldukça zayıf ve dalgalı bir toparlanma seyri izlediği görülmektedir. Dış talebin zayıf seyri nedeniyle imalat sanayinde kapasite kullanımının kriz öncesi seviyelerin altında seyrettiğini belirten Kurul, küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş gerçekleşeceği yönündeki tahminleri de dikkate alarak bu eğilimin bir müddet daha devam edeceği öngörüsünde bulunmuştur.
10. İstihdam koşullarındaki iyileşme sürmekle beraber işsizlik oranları halen yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle tarım dışı istihdam Eylül-Kasım döneminde artış göstermiştir. Öncü göstergeler bu eğilimin Aralık ayında hızlandığına işaret ederek, Kurul'un üçüncü çeyrekte tarım dışı istihdamda yaşanan duraksamanın geçici olduğu ve yılın sonuna doğru istihdam artışının tekrar başlayacağı yönündeki öngörüsünü desteklemiştir. Bununla birlikte Kurul, işsizlik oranlarının bir müddet daha kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyredeceği ve birim işgücü maliyetlerindeki artışı sınırlamaya devam edeceği öngörüsünü korumuştur.
11. Bu gelişmeler doğrultusunda Kurul, toplam talep koşullarının enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmadığı değerlendirmesinde bulunmuştur.

### ***Para Politikası ve Riskler***

12. Kurul üyeleri, Aralık ayında alınan tedbirlerin kredi arzı üzerindeki sıkılaştırıcı etkisinin önümüzdeki günlerde gözlenmeye başlayacağı değerlendirmesinde bulunmuştur. Bir sonraki Kurul toplantısına kadar alınacak kredi genişlemesini sınırlayıcı yönde ilave tedbirlerin para politikasının hareket alanını genişleteceği belirtilmiştir. Bu doğrultuda Kurul, kısa vadeli yükümlülükler için tesis edilecek zorunlu karşılık oranlarında ilave bir artırımın gerekli görüldüğünü ifade etmiştir.
13. Kurul, 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 Kurul, politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi araçlardan oluşan bir politika bileşimi uygulamaya başlamıştır. Bu doğrultuda Kurul üyeleri, geçen ay uygulamaya koyulan; politika faizinin sınırlı düzeyde düşürülmesi, buna karşılık zorunlu karşılık oranlarının artırılması şeklindeki politika bileşiminin, içinde bulunduğumuz konjonktürde finansal istikrarı ve fiyat istikrarını birlikte gözetebilmek açısından en uygun seçenek olarak ortaya çıktığını belirtmiştir. Bu yaklaşım doğrultusunda, politika faizinin 25 baz puan düşürülmesine karar verilmiştir.

14. 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 Kurul, Enflasyon Raporu'nda tahminler paylaşılırken politika araçlarının yönünden ziyade politika bileşiminin net etkisine dair öngörülerin paylaşılması, bileşimin alt kalemlerine ilişkin somut bir patika verilmemesi konusunda mutabık kalmıştır.
15. Kurul, toplantıda Ocak Enflasyon Raporu'nda yer alacak tahminleri de değerlendirmiştir. Yıllık enflasyonun Ocak ayında belirgin bir düşüş göstereceği, yılın ilk çeyreği boyunca 2011 yılı hedefi olan yüzde 5,5 düzeyinin altında seyrettikten sonra ikinci çeyrekte itibaren dalgalı bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. 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. Kurul, bugünkü bilgilerle 2011 yılı içinde uygulanması öngörülen parasal sıkılaştırmanın birçok farklı bileşimle gerçekleştirilebileceğini ifade etmiştir. Parasal sıkılaştırmanın zorunlu karşılık oranları veya politika faiz oranı aracılığıyla, ya da her iki aracın bileşimi ile sağlanabileceğinin altı çizilmiştir. Ayrıca, söz konusu sıkılaştırma sırasında her iki aracın aynı yönde değiştirilebileceği gibi birbirine zıt yönde de hareket edebileceği belirtilmiştir. Bununla birlikte Kurul, yeni politika çerçevesinde alınan ve alınması öngörülen tedbirlerin net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olacağını vurgulamıştır.
16. Ocak Enflasyon Raporu'nda yer alan 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. 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 Kurul, önümüzdeki dönemde alınan tedbirlerin etkilerini yakından takip edecek, zaman içinde kredilerin büyüme hızının veya enflasyonun arzu edilen görünümünden farklılaşacağına değerlendirilmesi halinde ilave tedbirler alacaktır.

17. Küresel ekonomiye ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Mevcut konjonktürde Kurul, 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.

18. 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.

19. 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.

20. 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 fiyatlandırma davranışlarına yansımaya riski bulunmaktadır. Önümüzdeki dönemde böyle bir riskin gerçekleşmesi ve orta vadeli enflasyon hedeflerine ulaşılmasını tehdit etmesi halinde bazı senaryoda öngörülene kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir. Bununla birlikte, uygulanacak politikanın bileşimi dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin görünümüne göre farklılaşabilecektir.
21. Kurul, 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 sınırlandırılması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi büyük önem taşımaktadır. Enflasyon tahminleri üretilirken kamu maliyesinde Orta Vadeli Program (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.
22. 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.