



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**2009 EKİM ENFLASYON RAPORU  
BASIN TOPLANTISI**

**Durmuş YILMAZ**

**27 Ekim 2009, Ankara**

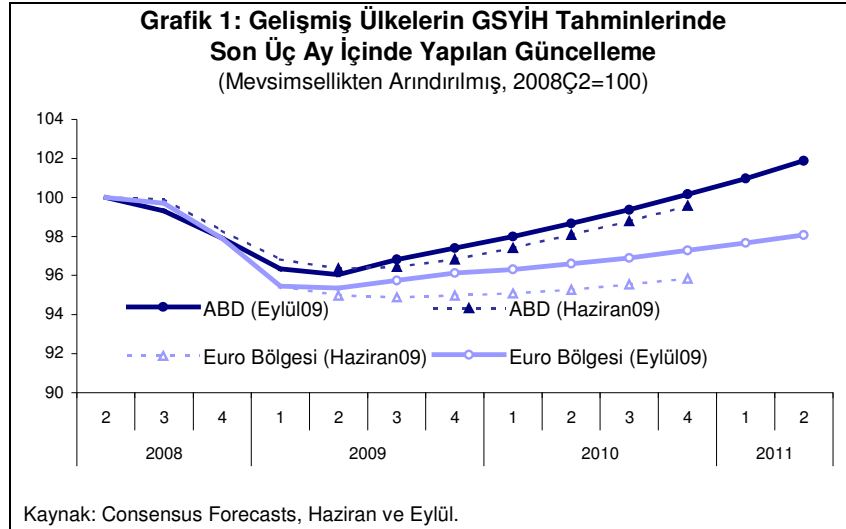
Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Enflasyon hedeflemesi rejiminde Merkez Bankası'nın temel iletişim araçlarından biri olan Enflasyon Raporu'nun 2009 yılı dördüncü sayısının ana mesajlarını paylaşmak üzere düzenlediğimiz bu toplantıya hoşgeldiniz.

Rapor'da her zaman olduğu gibi para politikası kararlarına konu olan iktisadi çerçeve özetlenmekte, küresel ve yerel makroekonomik gelişmeler incelenmekte ve son üç aydaki gelişmeler doğrultusunda güncellenen orta vadeli enflasyon tahminleri ile para politikası durumu sunulmaktadır.

Değerli Basın Mensupları,

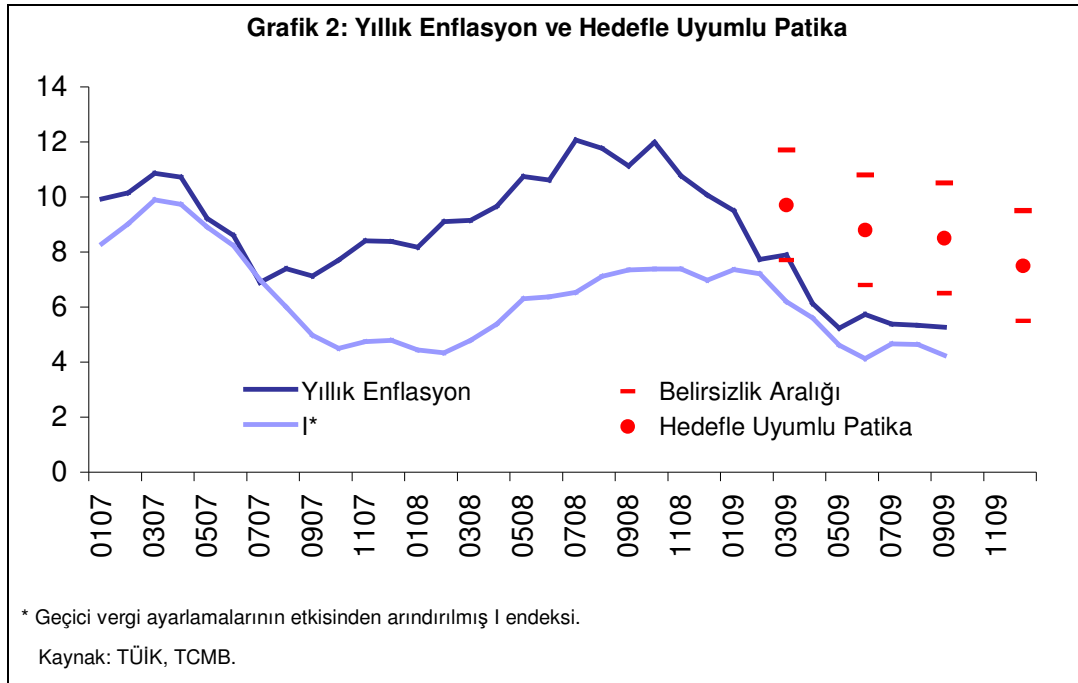
Konuşmama başlarken, enflasyon görünümü ve iktisadi faaliyete ilişkin olarak biraz sonra sizinle detaylı olarak paylaşacağım değerlendirmelerimizin, mevcut küresel konjonktür bağlamında ele alınması gerektiğini hatırlatmak istiyorum. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde azalarak da olsa hissedilmeye devam etmiştir. Bu dönemde, finansal sisteme ve iktisadi faaliyete dair açıklanan veriler toparlanma sürecinin başladığına işaret ederken, küresel büyüme hızına ilişkin tahminler uzun bir aradan sonra ilk kez yukarı yönlü güncellenmiştir (Grafik 1). Bununla birlikte, küresel iktisadi faaliyete dair öncü göstergelerdeki iyileşmenin yeterince güçlü olmaması, kredi piyasalarındaki sorunların kısmen sürmesi ve işsizlik oranlarının artmaya devam etmesi kriz sonrası toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağına işaret etmiştir.



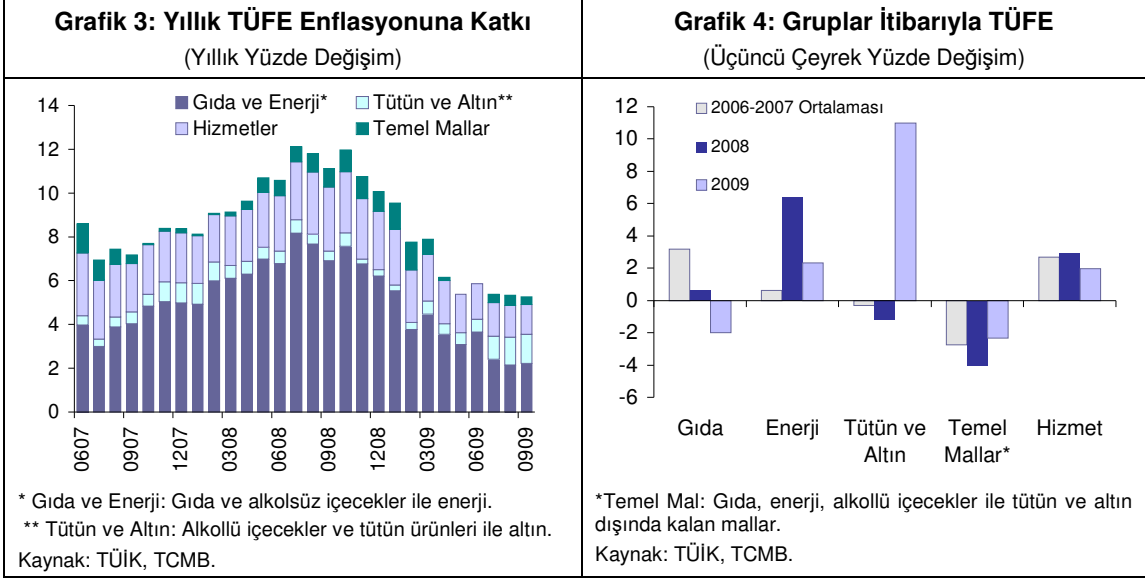
## 1. Enflasyon Gelişmeleri

Saygıdeğer Basın Mensupları,

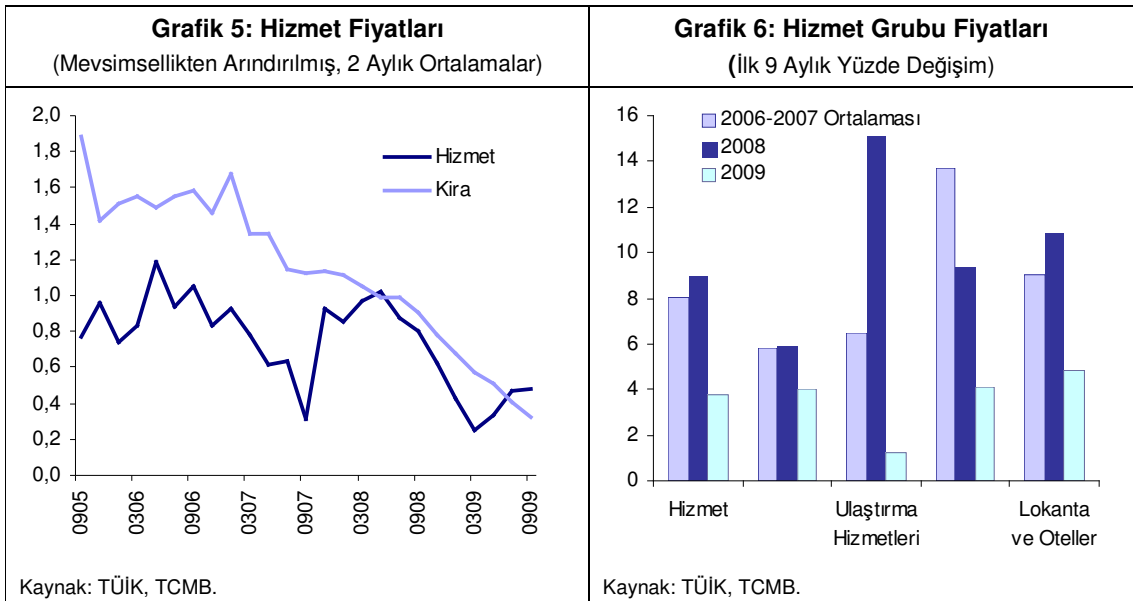
2009 yılının ilk üç çeyreğindeki enflasyon gelişmeleri de, az önce ifade etmiş olduğum çerçevede doğrultusunda şekillenmiştir. Kriz sonrası hızla daralan dış talep ve sıkılaştırılan finansal koşulların yanı sıra artan ihtiyati tasarruf eğiliminin etkisiyle iktisadi faaliyette belirgin bir gerileme yaşanmıştır. Toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen keskin düşüş, bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu çerçevede enflasyon, 2009 yılının ilk yarısında keskin bir düşüş gösterdikten sonra üçüncü çeyrekte de azalmaya devam ederek yüzde 5,27 seviyesine gerilemiş ve böylece yıl geneli için ilan edilmiş olan hedefle uyumlu belirsizlik aralığının altında kalmıştır (Grafik 2).



Enflasyondaki düşüşte işlenmiş gıda ve enerji gibi kalemlerin rolü önemli olsa da temel mal ve hizmet gruplarında da enflasyonun yakın tarihin en düşük seviyelerinde seyrettiği görülmektedir (Grafik 3). Yılın üçüncü çeyreğinde ise kamu mali dengesini sağlamaya yönelik vergi ayarlamaları nedeniyle enflasyondaki düşüşün yavaşladığı görülmektedir. Bunun yanı sıra, dayanıklı tüketim malı vergi oranlarındaki indirimlerin kademeli olarak geri alınması da üçüncü çeyrekte tüketici fiyatları gelişmelerinde öne çıkan bir diğer unsur olmuş; söz konusu etkilerle, anılan dönemde temel mal fiyatlarındaki azalış geçmiş yılların altında kalmıştır (Grafik 4).

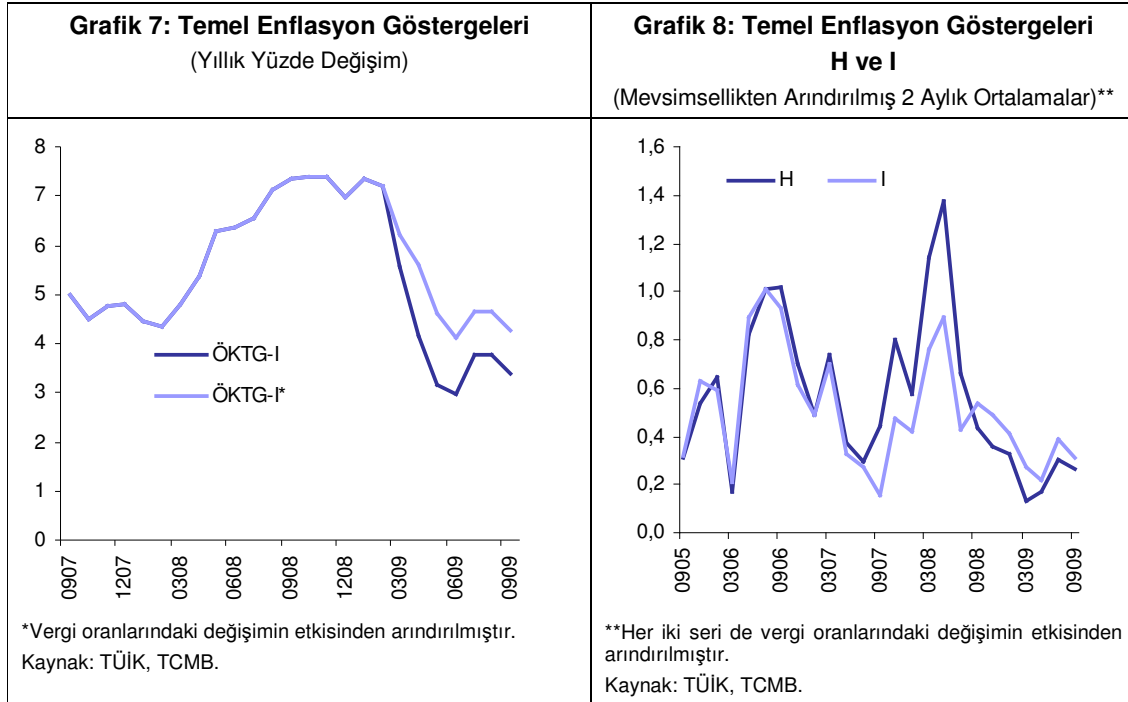


İç talep koşullarının zayıf seyri ve arz şoklarının önceki yılda oluşturduğu yüksek bazın kademeli olarak ortadan kalkmasıyla, hizmet grubu yıllık fiyat artış hızı yılın üçüncü çeyreğinde yavaşlama eğilimine devam etmiştir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler, hizmet grubunda enflasyonun ana eğiliminin tarihsel olarak düşük düzeylerde olduğuna ve grup enflasyonundaki yavaşlama eğiliminin temel alt grupların tümünde hakim olduğuna işaret etmektedir. Burada, özellikle kira kaleminin aylık artış hızındaki yavaşlamanın kesintisiz olarak sürmesi dikkat çekmektedir (Grafik 5 ve Grafik 6). Bununla birlikte, yılın son çeyreğinde, hizmet sektörünün kademeli olarak toparlanma eğilimine gireceğini, ancak fiyatların artış hızının ılımlı seyrini koruyacağını tahmin etmekteyiz.

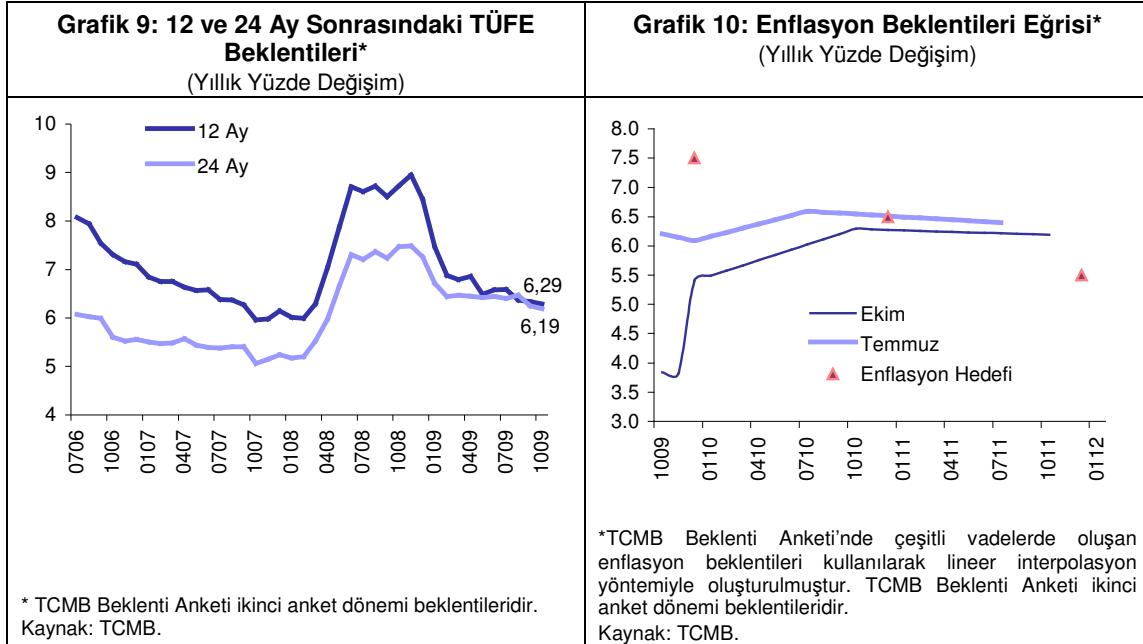


Saygıdeğer Konuklar,

Enflasyonun ana eğiliminin daha iyi anlaşılması ve gelişmelerin daha sağlıklı değerlendirilmesi için temel enflasyon göstergelerindeki hareketlerin önemli olduğunu düşündüğümden bu gelişmeleri biraz daha açmak istiyorum. Üçüncü çeyrekte temel enflasyon göstergeleri düşük seyrini korumuştur. Eylül ayı itibarıyla enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecekler ve tütün ile altını dışlayan H temel fiyat göstergesinin yıllık enflasyonu yüzde 2,44, bu endeksten işlenmiş gıda çıkarılarak hesaplanan I endeksinin yıllık enflasyonu ise yüzde 3,37 düzeyindedir. Bu dönemde dayanıklı mallarda vergi indirimlerinin kısmen geri alınması temel enflasyon göstergeleri üzerinde yukarı yönlü etkide bulunsa da, vergi ve mevsimsel etkilerden arındırılmış veriler enflasyonun ana eğiliminin düşük düzeydeki seyrini koruduğuna işaret etmektedir (Grafik 7 ve 8). Bu noktada, Ekim ayında geçici vergi indirimlerinin yürürlükten kalkmasıyla, söz konusu göstergelerin önümüzdeki dönemde sınırlı da olsa yükselebileceğini not etmekte yarar görmekteyim.

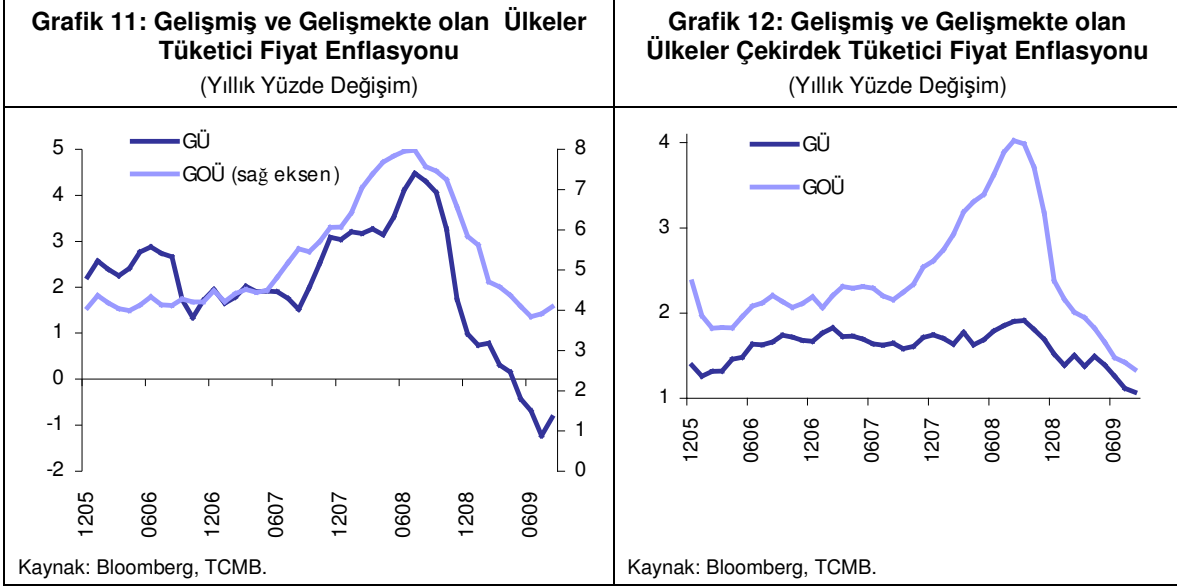


Tüm bu gelişmelere paralel olarak, geçtiğimiz üç aylık dönemde enflasyon beklentileri her vadede aşağı yönlü bir hareket sergilerken, vade uzadıkça düşüşün nispeten daha sınırlı olduğu ve beklenti eğrisinin giderek yataylaştığı görülmektedir (Grafik 9). Mevcut durumda 2009 yıl sonu için beklentiler yüzde 5,40 ile hedefin belirgin olarak altındadır. Diğer yandan, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri kullanılarak hesaplanan 2010 yıl sonu enflasyon beklentisi de hedefin bir miktar altında seyretmektedir (Grafik 10).



Değerli Basın Mensupları,

Son bir yıl içinde enflasyonda gözlenen hızlı düşüş ülkemize özgü bir gelişme değildir. Küresel krizin derinleştiği dönemden bu yana talep ve maliyet koşullarının yarattığı aşağı yönlü baskı sonucu enflasyon bütün dünyada hızla gerilemektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın yüksek bazının ortadan kalkmaya başlamasıyla sınırlı bir miktar yükseliş gözlene de (Grafik 11), çekirdek enflasyon verileri, gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülke enflasyonlarının ana eğiliminin aşağı yönlü olduğunu göstermektedir (Grafik 12).

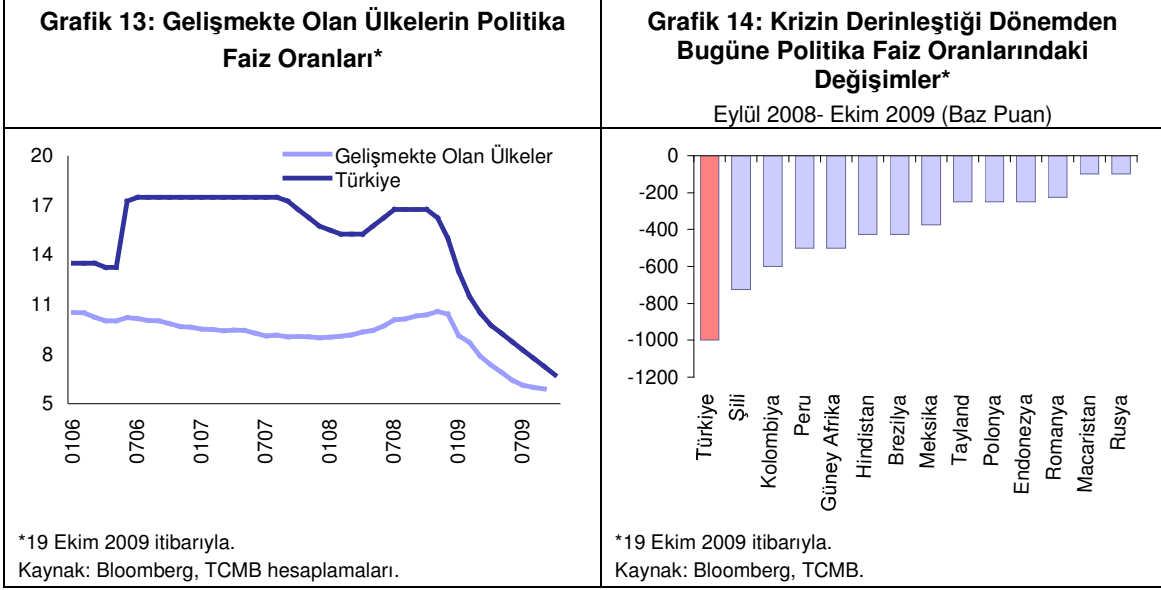


## 2. Para Politikası Tepkisi

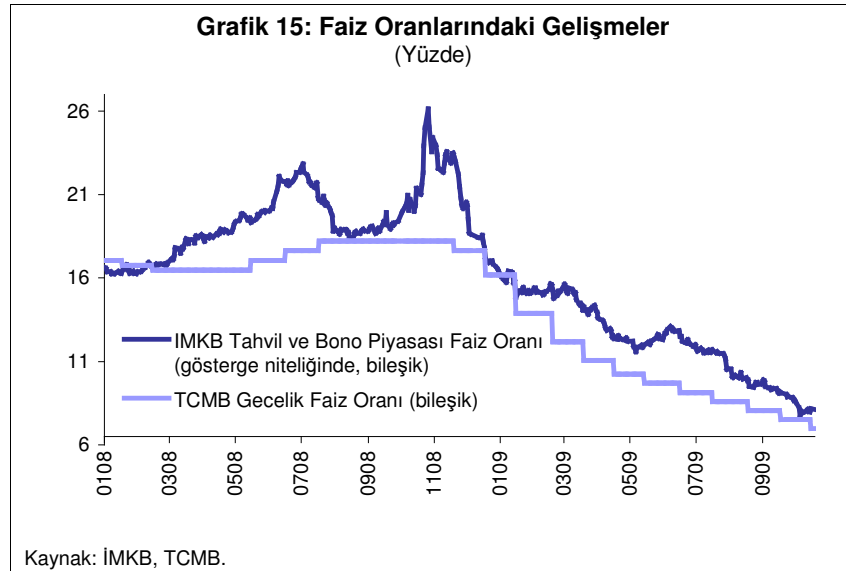
Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Enflasyon gelişmelerini kısaca değerlendirdikten sonra, konuşmamın bu bölümünü, geçtiğimiz dönemde izlemiş olduğumuz para politikası uygulamalarına ayırmak istiyorum.

Merkez Bankası olarak, küresel krizin derinleştiği 2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngörerek, iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklandık. Bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tikanıklığı gidermeyi hedefledik. Bu çerçevede, 2008 yılının Kasım ayında başlattığımız faiz indirimlerini yılın üçüncü çeyreğinde de sürdürmemizle toplam faiz indirimi 1000 baz puana ulaşmıştır. Böylece, gelişmekte olan ülkeler arasında küresel krizin derinleştiği dönemden bugüne en fazla faiz indirimine giden merkez bankası olmuş bulunmaktayız (Grafik 13 ve 14).

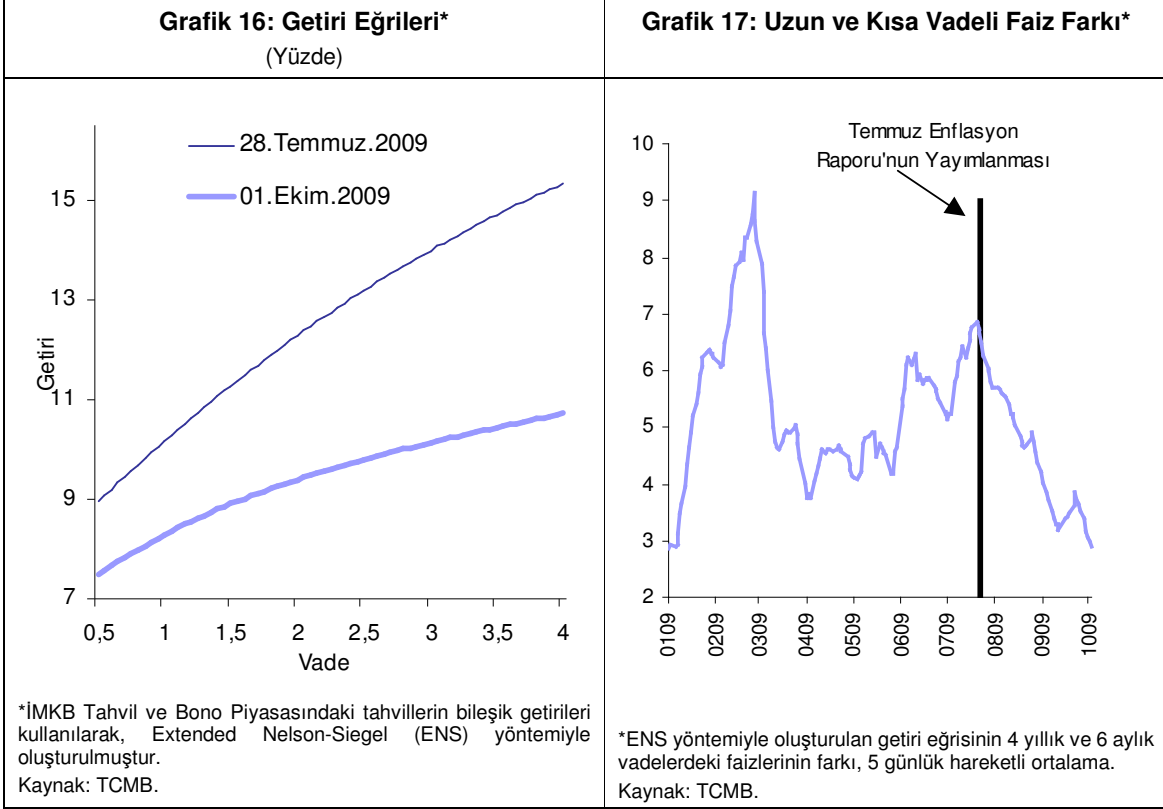


Faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana enflasyona ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin öngörülerimizi teyid etmesi para politikası kararlarının beklentiler üzerindeki etkisini güçlendirmiş ve risk primindeki iyileşmenin de katkısıyla, piyasa faizleri kademeli olarak gerileyerek tarihteki en düşük düzeylerine inmiştir (Grafik 15). Piyasa faizlerindeki bu düşüşte, Merkez Bankası'nın etkin iletişim politikası ve beklenti yönetimi ile Eylül ayında açıklanan Orta Vadeli Programın tutarlı ve gerçekçi olduğuna dair piyasada oluşan algılamalar da önemli rol oynamıştır. Özellikle, Temmuz ayında yayımladığımız Enflasyon Raporu'nda para politikasına dair orta vadeli somut bir perspektif sunmamız piyasa faizlerindeki düşüşü hızlandıran bir gelişme olmuştur.

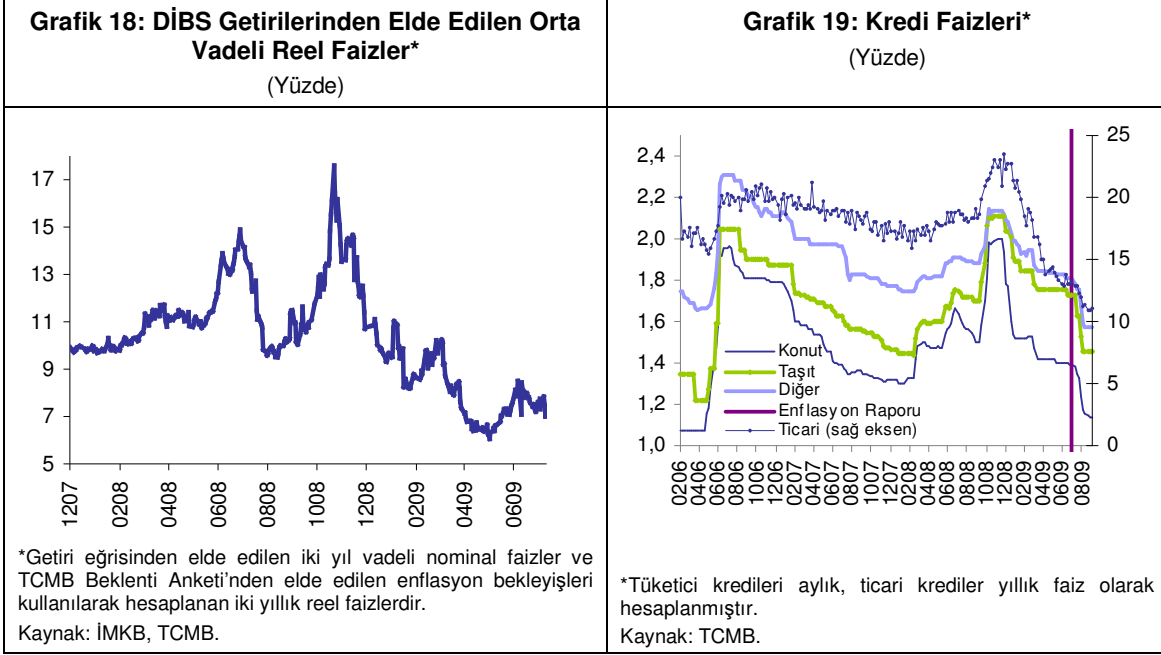




Piyasa faizlerindeki düşüş her vadede gözlenmekte olup, uzun vadeli getirilerdeki düşüşün, daha kısa vadeli getirilere kıyasla daha belirgin olduğu ve getiri eğrisinin yataylaştığı dikkat çekmektedir (Grafik 16 ve 17).



Piyasa faizlerindeki aşağı yönlü eğilim, orta vadeli reel faizlere de yansımış ve piyasa faizlerinin reel seviyesi ikinci çeyreğe göre azalarak tarihsel olarak en düşük düzeylerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 18). Bunun yanı sıra, faiz indirimlerinin etkisi ve küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin de desteği ile yılın son çeyreğine doğru kredi piyasasında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır. Nitekim, uzun bir süredir para politikası kararlarına tepkisi sınırlı kalan tüketici kredisi faizleri bu dönemde belirgin bir düşüş eğilimi göstermiştir (Grafik 19). Ayrıca, Ekim ayında kredi koşullarındaki sıkılığı daha da azaltmak ve böylelikle faiz indirimlerinin etkisini güçlendirmek amacıyla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında indirimde gitmiş bulunmaktayız. Bu çerçevede, yılın son çeyreğinde kredilerde toparlanma eğiliminin kademeli olarak devam etmesini beklemekteyiz. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen sıkı olması, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki olumlu etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir.



Değerli Konuklar,

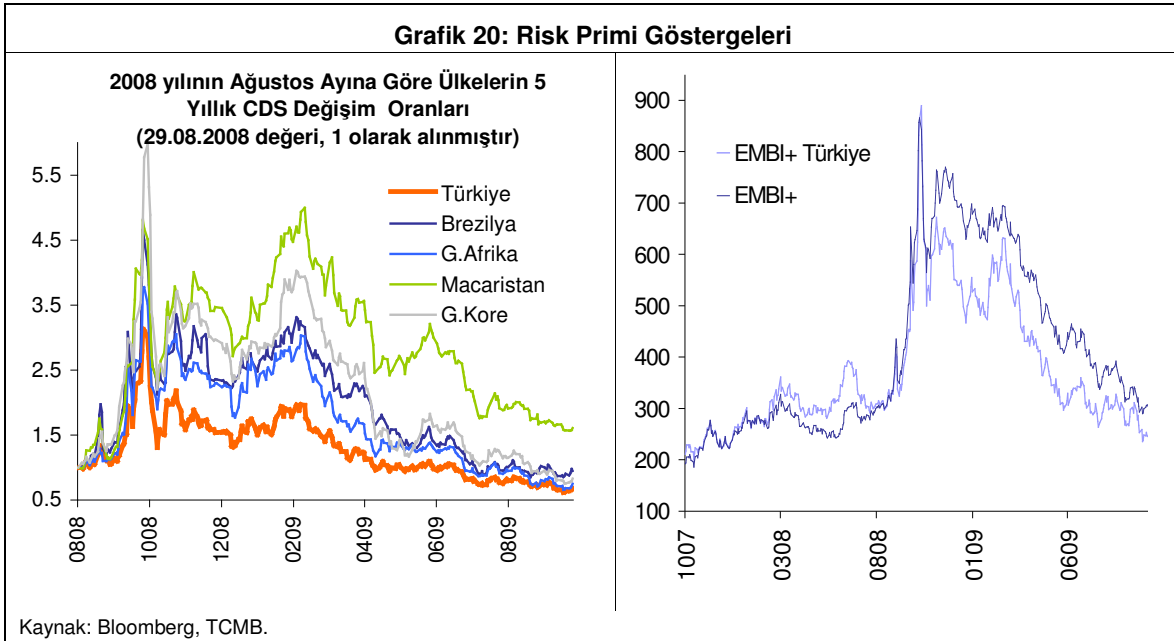
Tüm bu gelişmeler doğrultusunda, Ekim ayı Para Politikası Kurulu toplantısı sonrası yaptığımız açıklamada, istihdam verilerindeki ve kredi piyasasındaki kısmi iyileşmeyi dikkate alarak, yeni veri ve gelişmelere göre bir sonraki toplantıda faiz indirimlerinde yavaşlamanın gündeme alınabileceğini belirttiğimizi burada bir kez daha hatırlatmak istiyorum. Bununla birlikte, küresel ekonomideki sorunların henüz tam olarak giderilememiş olması ve toparlanmanın gücüne ilişkin belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle, para politikasının aşağı yönlü esnekliğinin uzun bir süre korunması gerektiğini yinelemekte yarar görmekteyim.

### 3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

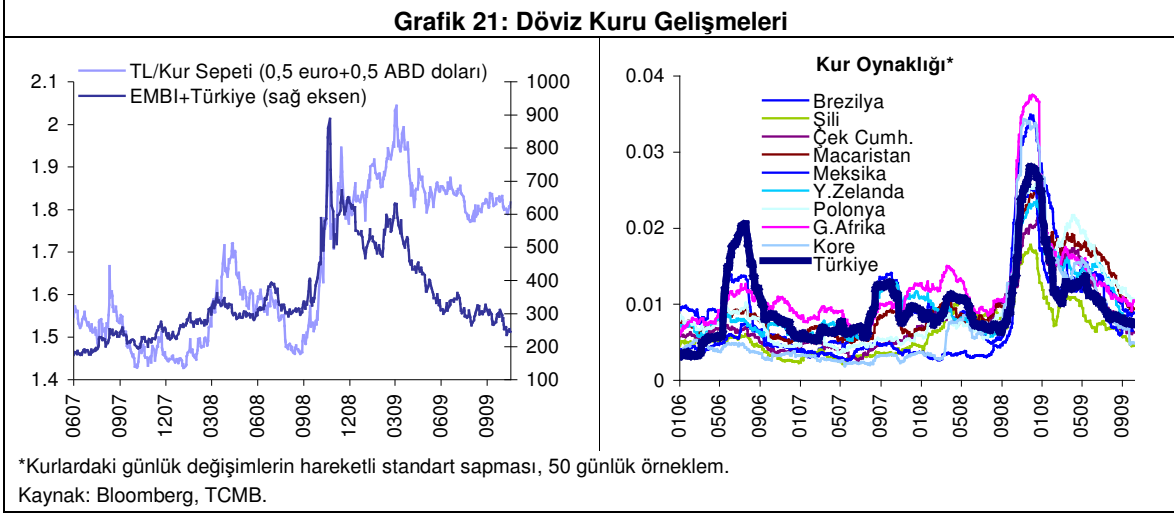
Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

2009 yılının üçüncü çeyreğindeki enflasyon ve para politikası gelişmelerini böylece özetledikten sonra konuşmamın bu bölümünde enflasyon ve para politikasının önümüzdeki dönemdeki görünümüne ilişkin değerlendirmelerimizi sizlerle paylaşmak istiyorum. Öncelikle bu tahminlere temel oluşturan iktisadi çerçeveyi özetleyeceğim. Ardından da birazdan İnternet sayfamızda yayımlanacak olan Enflasyon Raporu'nda yer alan tahminlerimizi sunacağım.

Küresel ekonomideki toparlanmanın yavaş ve kademeli olması beklense de, yılın üçüncü çeyreğinde krizin geride kaldığına ilişkin algılamaların güçlenmesi, küresel finansal piyasalardaki iyimserliği artırarak riskli varlıklara yönelme eğiliminin sürmesine yol açmıştır. Küresel risk algılamalarındaki iyileşmeyle birlikte, gelişmekte olan ülkelerin risk primlerindeki düşüş eğilimi devam etmiş ve birçok ülkenin risk primi kriz öncesi seviyelerinin de altına inmiştir (Grafik 20). Bu süreçte, kriz öncesinde yüksek riskli addedilen birçok gelişmekte olan ekonominin sanıldığı ölçüde riskli olmadığı algılaması oluşmuştur. Bu ülkeler arasında ilk sıralarda yer alan Türkiye'nin kredi notuna ilişkin olarak kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu açıklamaları ve kriz sürecinin genelinde olduğu gibi, yılın üçüncü çeyreğinde de ülkemiz risk priminin diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük seviyelerde seyretmeye devam ediyor olması, Türkiye'nin görece riskliliğindeki azalışı teyid etmektedir (Grafik 20).

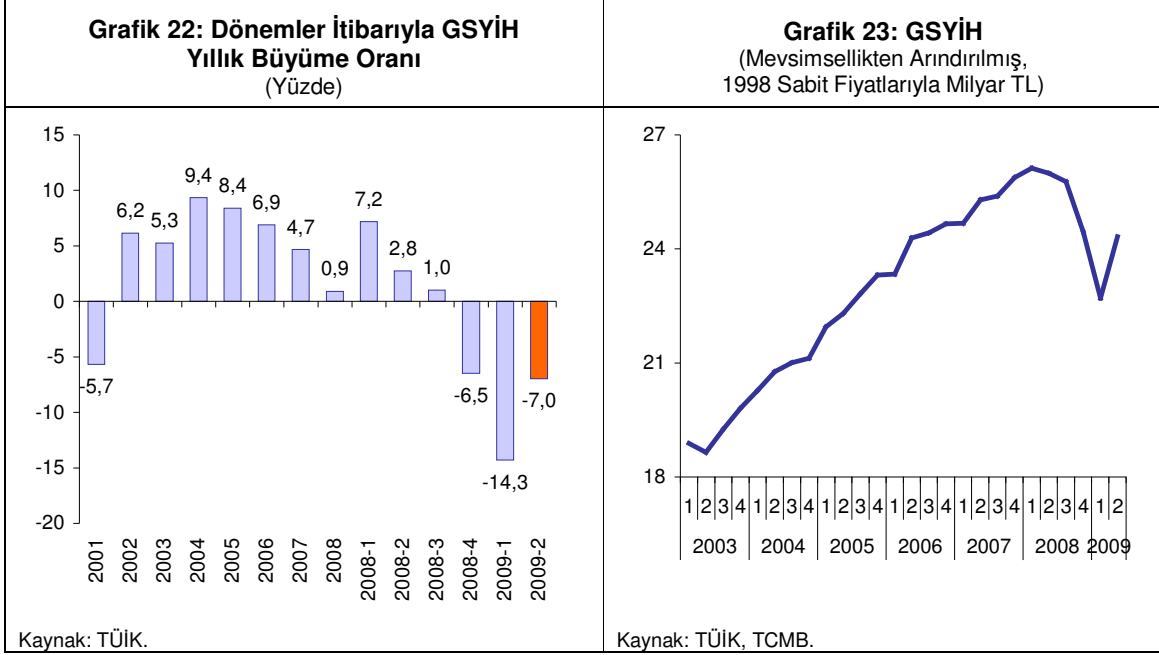


Yılın üçüncü çeyreğinde, küresel risk algılamalarında gözlenen iyileşme ile gelişmekte olan ülkelere portföy hareketleri kanalıyla sermaye girişleri artmış ve bu ülkelerin para birimleri değer kazanmaya başlamıştır (Grafik 21). Bu dönemde Türkiye'de de benzer bir hareket gözlenmiştir. Bu gelişme, üçüncü çeyrekte emtia fiyatlarında gözlenen artışların yurt içi birim maliyetlere yansımalarını engellemiştir.

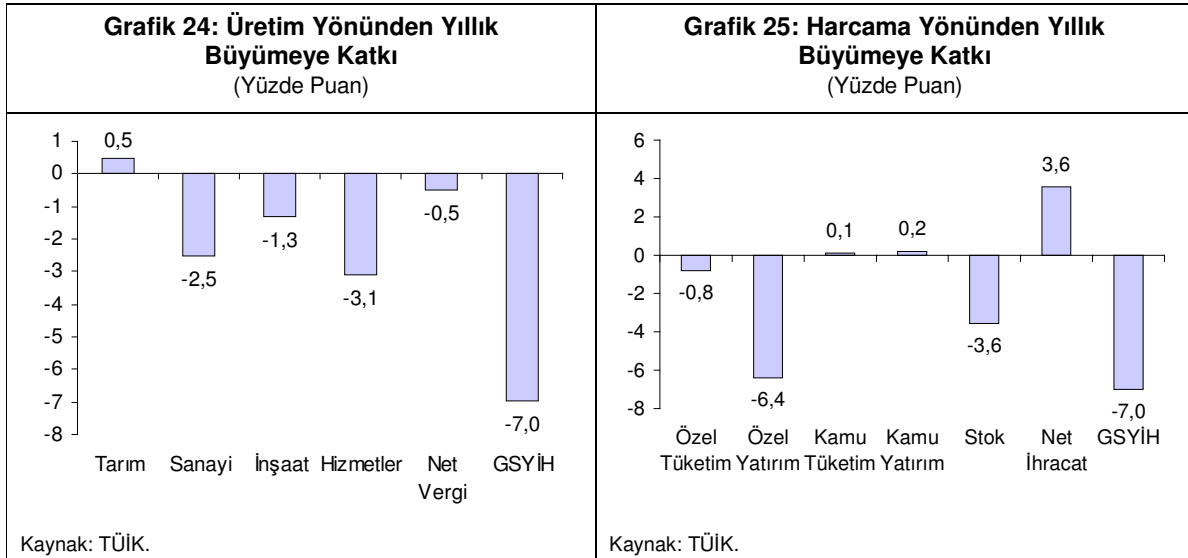


Değerli Basın Mensupları,

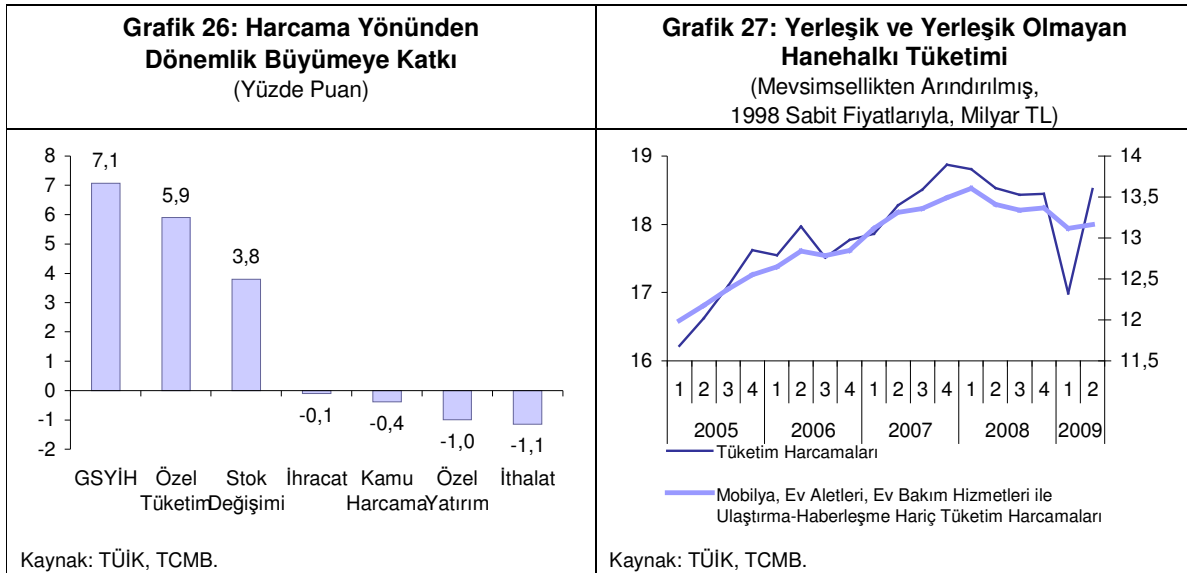
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir verileri, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya koyduğumuz görünümle büyük ölçüde uyumlu seyretmiştir. Bu çerçevede, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla 2009 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 7 oranında gerilemiştir (Grafik 22). Mevsimsellikten arındırılmış verilerle Gayri Safi Yurt İçi Hasıla ise bir önceki çeyreğe göre hızlı bir artış sergilemiş ve böylece iktisadi faaliyette 2008 yılı ikinci çeyreğinden itibaren süregelen daralma eğilimi sona ermiştir (Grafik 23). Anılan dönemde mali tedbirlerin etkisiyle yurt içi tüketim talebinde hızlı bir artış gözlenirken dış talep zayıf seyrini sürdürmüştür. Stok eritme sürecinin devam etmesi üretim faaliyetlerini ve kaynak kullanımını, dolayısıyla dönemlik bazda gözlenen hızlı büyümenin enflasyon üzerindeki etkisini sınırlamıştır. Buna ek olarak, iş gücü piyasasında belirgin bir iyileşme görülmemesi ekonomideki talep yetersizliğini besleyen bir unsur olmuştur. Bu çerçevede, toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü katkısını sürdürmüştür.



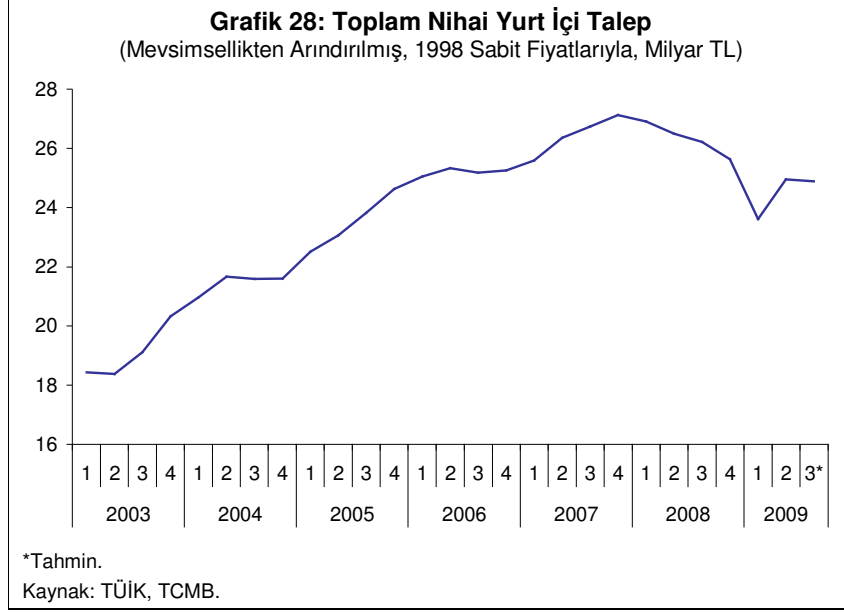
Yılın ikinci çeyreğine ilişkin milli gelir gelişmeleri üretim yönünden incelendiğinde, tarım-dışı sektörlerde katma değerlerin yıllık bazda gerilediği gözlenmiştir. Büyümeye en olumsuz katkı ise 3,1 puan ile hizmet sektöründen gelmiştir (Grafik 24). Milli gelir gelişmeleri harcamalar yönüyle incelendiğinde özel tüketim talebinin yıllık büyümeye yaptığı olumsuz katkının önceki iki çeyreğe kıyasla belirgin şekilde azaldığı görülmektedir. Özel kesim yatırım harcamalarının olumsuz seyri ise yılın ikinci çeyreğinde devam etmiş ve özel yatırımlar büyümeye en olumsuz katkı yapan talep bileşeni olmuştur (Grafik 25).



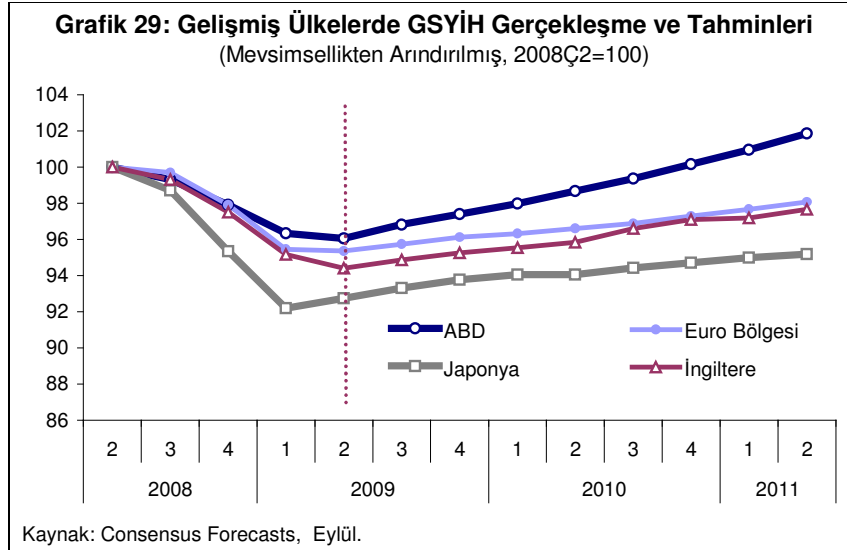
İkinci çeyrekte bir önceki çeyreğe kıyasla büyümenin temel belirleyicisinin mali tedbirlerin etkisiyle keskin bir artış sergileyen özel tüketim talebi olduğu görülmektedir (Grafik 26). Özel tüketim talebinde gözlenen toparlanmanın kalıcı bir eğilime işaret edip etmediği değerlendirilmesi yapılırken, alt bileşenler özelinde farklılaşan eğilimlerin tespit edilmesi ve yılın üçüncü çeyreğine ilişkin göstergelerin bu çerçevede ele alınması faydalı olacaktır. İkinci çeyrek milli gelir verileri göstermektedir ki, özel tüketim harcamalarındaki toparlanma büyük ölçüde mali tedbirler doğrultusunda belirli mal gruplarına yönelik talebin öne çekilmesinden kaynaklanmıştır. Buna karşılık, vergi indirimlerine konu olmayan mal gruplarında yataya yakın bir seyir gözlenmiştir (Grafik 27).



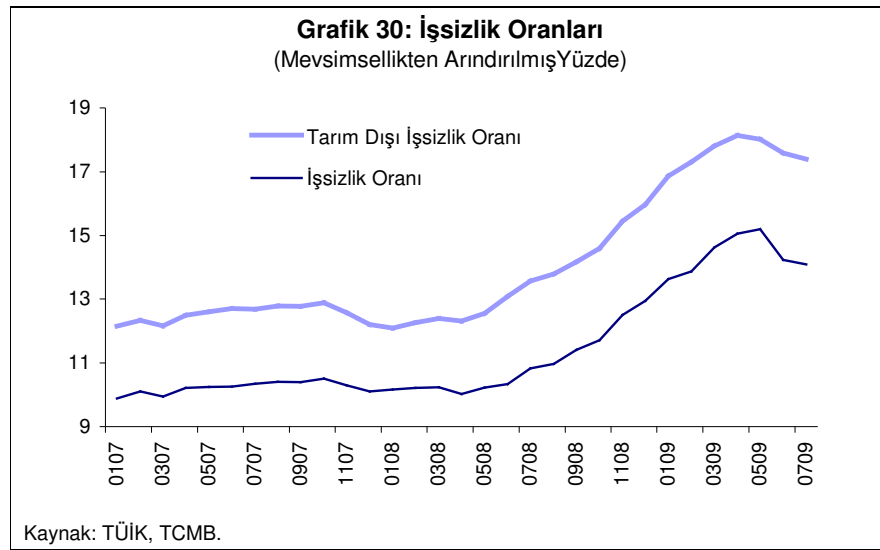
Son dönemde açıklanan veriler bu eğilimin yılın üçüncü çeyreğinde de korunduğuna ve tüketim talebinin ikinci çeyrekte sergilediği kayda değer yükselişten sonra daha zayıf bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Bu dönemde özel sektör yatırımlarında ikinci çeyreğe kıyasla toparlanma beklense de, kapasite kullanımındaki düşük seviyelerin ve halen yüksek seyreden talep belirsizliğinin yatırımları sınırlamaya devam etmesi beklenmektedir. Bu çerçevede, toplam nihai yurt içi talepte ikinci çeyrekte gözlenen hızlı artışın üçüncü çeyrekte yerini nispeten yatay bir seyre bırakacağı tahmin edilmektedir (Grafik 28).



Yılın üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan veriler bu dönemde dış talebin zayıf seyrini koruduğuna ve net ihracatın dönemlik büyümeye katkısının negatif olmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Önümüzdeki dönemde dış talebin seyri üzerinde küresel toparlanmanın hız ve zamanlamasına ilişkin görünümün belirleyici olması beklenmektedir. Küresel büyümeye ilişkin orta vadeli görünüm, gelişmiş ülkelerde milli gelirin uzun bir zaman süresince kriz öncesi düzeyine ulaşamayacağı yönündedir. Bu çerçevede, dış talebin toplam talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 29).



Haziran-Ağustos döneminde tarım dışı istihdam, mevsimsellikten arındırılmış verilerle 2008 yılı ikinci çeyreğinden bu yana ilk defa artış göstermiştir. Bu iyileşmeye paralel olarak işsizlik oranlarındaki artış eğilimi de tersine dönmüştür. Bu dönemde, işsizlik oranları yıllık bazda artarken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle ikinci çeyreğe kıyasla gerilemiştir (Grafik 30). Diğer taraftan, kapasite kullanım oranları ve kişi başına çalışılan saat göstergeleri ekonomideki kaynak kullanımının düşük düzeylerde seyrettiğine işaret etmektedir. Mevcut atıl kapasitenin yatırım ve istihdam imkanlarını sınırlamaya devam edeceği öngörüsü altında, yakın dönemde istihdam verilerinde gözlenen iyileşmenin hızlı bir toparlanmaya dönüşmesi beklenmemekte, işsizlik oranlarının uzunca bir dönem yüksek düzeylerini koruyacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, birim iş gücü maliyeti ve yurt içi talebe ilişkin görünümün enflasyona düşüş yönünde verdiği desteği sürdürmesi beklenmektedir.



Saygıdeğer Konuklar,

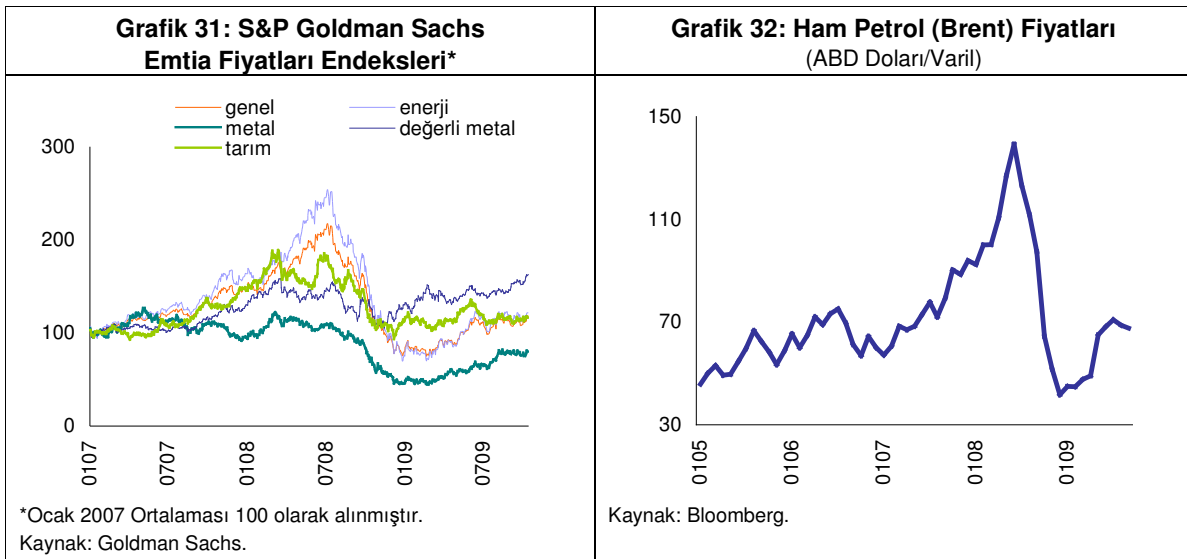
Daha önce de belirtmiş olduğum gibi, kredi koşullarındaki sıkılığın azalma eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda, yılın son çeyreğinden itibaren kredi piyasasındaki gelişmelerin yurt içi iktisadi faaliyeti desteklemeye başlayacağı, orta vadede ise para politikasının etkilerinin daha da belirgin hissedileceği tahmin edilmektedir. Diğer yandan, kamunun artan iç borçlanma gereksiniminin, küresel ekonomide süregelen sorunların ve halen yüksek seyreden işsizlik oranlarının kredi genişlemesini sınırlamaya devam edeceği öngörülmektedir.



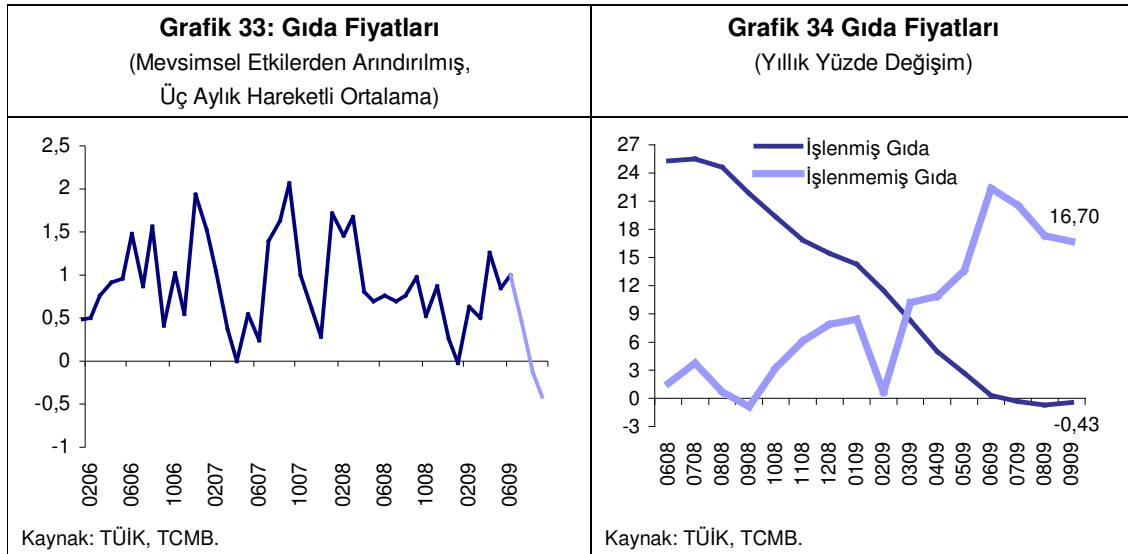
Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde iktisadi faaliyetteki kademeli toparlanma eğiliminin süreceğini ve son çeyrekte itibaren yıllık bazda pozitif büyüme oranlarının görülmeye başlayacağını öngörmekteyiz. Bununla birlikte, ekonomideki kaynak kullanımının bir müddet daha uzun dönem ortalamalarının altında seyredeceğini düşünmekteyiz. Bu çerçevede, orta vadeli tahminlerimizi güncellerken toplam arz ve talep dengesinin enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkının, bir önceki döneme kıyasla azalmakla birlikte, 2012 yılı ortalarına kadar devam ettiği bir görünümü esas almış bulunmaktayız.

Değerli Basın Mensupları,

Küresel büyümenin halen yavaş olması beklenmekle birlikte, toparlanma sürecine girildiği algılamasının güçlenmesiyle emtia fiyatlarında başlayan yukarı yönlü hareketlenme üçüncü çeyrekte de sürmüştür (Grafik 31). Bu gelişmeye paralel olarak, petrol fiyatları Temmuz Enflasyon Raporu'nda 2009 yılı için 60 ABD doları olarak belirlenen varsayımın üzerinde seyretmiştir (Grafik 32). Bu çerçevede, petrol fiyatları varsayımı 2009 yıl sonu için 60 ABD dolarından 70 ABD dolarına, 2010 yıl sonu için 70 ABD dolarından 75 ABD dolarına, 2011 ve sonrası için ise 70 ABD dolarından 80 ABD dolarına güncellenmiştir. Orta vadeli tahminler üretilirken, dünya ekonomisindeki yavaş ve kademeli toparlanmaya paralel olarak ithal girdi maliyetlerinin de petrol fiyatlarında olduğu gibi sınırlı artışlar göstereceği varsayılmıştır.



Enflasyon tahminlerine ilişkin önemli varsayımlardan bir diğeri de gıda fiyatlarının seyrine ilişkindir. Mevsimsel etkilerden arındırılmış gıda fiyatları üçüncü çeyrekte geçmiş yıllardaki artış eğiliminden farklı olarak azalış göstermiştir (Grafik 33). Bu gelişmede, yılın ilk yarısında yüksek bir oranda artış kaydeden işlenmemiş gıda fiyatlarının, bu dönemde mevsimsel ortalamaların üzerinde azalan meyve ve sebze fiyatlarının etkisiyle gerilemesi temel belirleyici olmuştur. Öte yandan, işlenmiş gıda fiyatlarında da yıllık enflasyon yavaşlama eğilimini sürdürmüş, fiyatlar bu dönemde endeks tarihinde ilk kez bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla gerilemiştir (Grafik 34). Temmuz Enflasyon Raporu'nda gıda grubunda yıllık fiyat artış oranının 2009 yıl sonunda yüzde 7,5, sonraki yıllar için ise yüzde 6 olarak gerçekleşeceği bir çerçeveyi esas almıştık. Son dönemde gıda fiyatlarındaki gelişmeleri gözönüne alarak 2009 yıl sonu için gıda fiyatlarının yıllık artış oranına ilişkin öngörümüzü yüzde 5,8 seviyesine çekerken, sonraki yıllar için yüzde 6 oranındaki yıllık artış oranı varsayımını korumuş bulunmaktayız.



İçinde bulunduğumuz konjonktür itibarıyla yurt dışı iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlar orta vadeli görünümün oluşturulmasındaki önemini korumaktadır. Konuşmamın başında da belirttiğim gibi, yılın üçüncü çeyreğinde gerek ikinci çeyreğe ilişkin büyüme rakamlarının beklenenden olumlu gerçekleşmesi, gerekse üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyete ilişkin öncü göstergelerdeki toparlanma sürecinin devam etmesi, krizin dip noktasının geride bırakıldığına ilişkin algılamaları güçlendirmiştir. Bu çerçevede, orta vadeli tahminler üretilirken, küresel iktisadi faaliyete ilişkin varsayımlarımız Temmuz Enflasyon Raporu'na göre sınırlı bir miktar yukarı yönlü

güncellenmiş, ancak dış talebin zayıf seyrini uzunca bir süre koruduğu bir çerçeve esas alınmıştır (Tablo 1).

<b>Tablo 1: Yıllık Büyüme Tahminleri</b>				
	<b>2009</b>		<b>2010</b>	
	<b>Önceki Tahmin</b>	<b>Yeni Tahmin</b>	<b>Önceki Tahmin</b>	<b>Yeni Tahmin</b>
<b>IMF</b>				
Dünya	-1,4	-1,1	2,5	3,1
Gelişmiş Ülkeler	-3,8	-3,4	0,6	1,3
ABD	-2,6	-2,7	0,8	1,5
Euro Bölgesi	-4,8	-4,2	-0,3	0,3
Gelişmekte Olan Ülkeler	1,5	1,7	4,7	5,1
<b>OECD</b>				
Tüm OECD	-4,1	-3,7	0,7	-
ABD	-2,8	-2,8	0,9	-
Euro Bölgesi	-4,8	-3,9	0,0	-
<b>Consensus Economics*</b>				
Dünya	-2,3	-2,3	2,6	2,7
ABD	-2,6	-2,5	2,4	2,6
Euro Bölgesi	-4,4	-3,9	1,0	1,1

Kaynak: IMF World Economic Outlook, Temmuz ve IMF World Economic Outlook Update, Ekim.

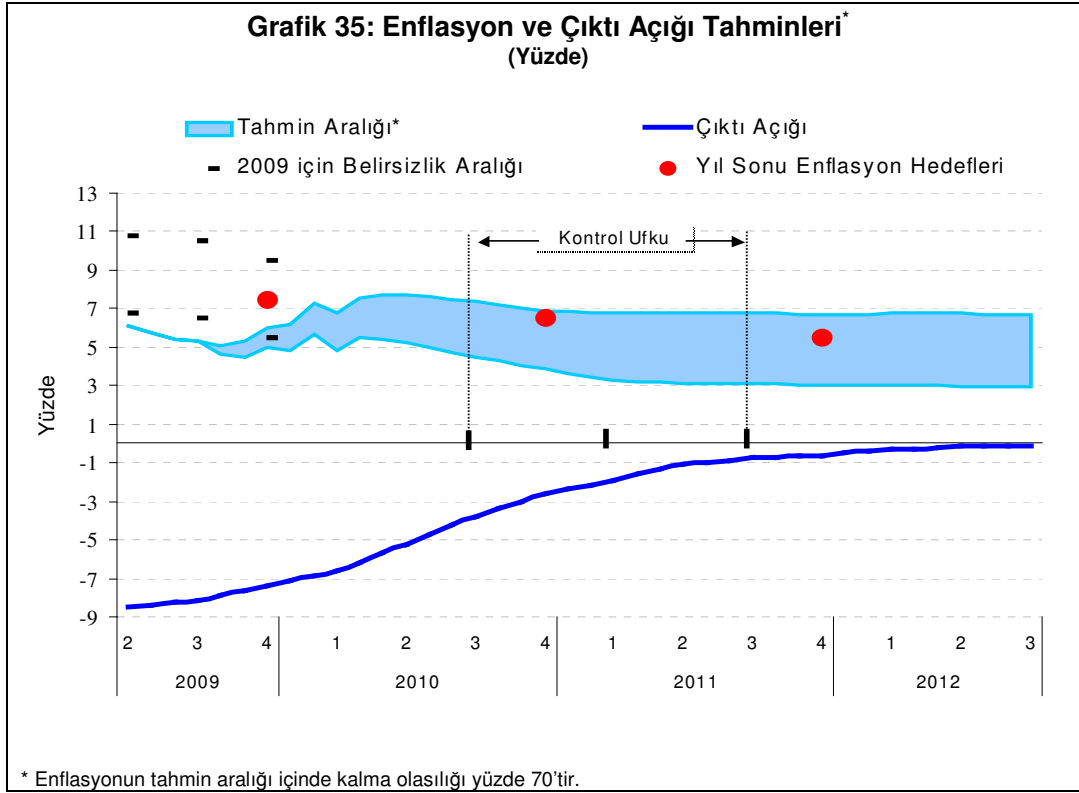
OECD Economic Outlook, Haziran ve OECD Economic Outlook, Eylül.

\*Consensus Forecasts, Eylül ve Ekim.

Orta vadeli tahminlerimizi güncellerken, küresel ölçekte faizlerin uzun süre düşük düzeylerde kaldığı bir görünümü esas almış bulunmaktayız. Maliye politikası tarafında ise Orta Vadeli Program'da öngörülen tutarlı çerçevenin mali disiplini daha da sağlamlaştıracak düzenlemelerle desteklenerek hayata geçirileceği varsayılmıştır. Bu bağlamda, maliye politikasının genişletici etkisinin 2010 yılında azalarak devam edeceği, 2011 yılından itibaren ise kademeli bir mali sıkılaşmaya gidileceği öngörülmüştür. Ayrıca, Orta Vadeli Program'daki projeksiyonlar doğrultusunda borcun milli gelire oranındaki yükselişin 2011 yılından itibaren kademeli olarak tersine döndüğü, bu doğrultuda tahmin ufku boyunca risk priminde önemli bir değişim olmadığı bir görünüm esas alınmıştır.

Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Bu noktaya kadar çizmiş olduğum çerçeve doğrultusunda, politika faizlerinin sınırlı bir miktar daha düşerek 2010 yılı sonuna kadar sabit kaldığı varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yıl sonunda orta noktası yüzde 5,5 olmak üzere yüzde 5,0 ile 6,0 aralığında, 2010 yıl sonunda ise orta noktası yüzde 5,4 olmak üzere yüzde 3,9 ile 6,9 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Buna ilaveten, enflasyonun, 2011 yıl sonunda yüzde 4,9, 2012 yılı üçüncü çeyreğinde ise yüzde 4,8 düzeyine gerileyeceğini öngörmekteyiz (Grafik 35).



Sonuç olarak, beklenenden daha olumlu seyreden gıda fiyatları 2009 yıl sonu tahminini aşağı çekerken, küresel iktisadi faaliyet ve petrol fiyatlarındaki varsayımların yukarı yönlü güncellenmesinin orta vadede bu etkiyi telafi etmesiyle 2010 ve 2011 tahminlerimizde önemli bir değişiklik olmamıştır.

Güncellenen tahminler, politika faizinin oldukça uzun bir süre düşük düzeylerde tutulması durumunda dahi, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin kısa sürede ortadan kalkmayacağını göstermektedir. Küresel krizin fiyatlar üzerindeki aşağı yönlü etkilerinin belirginleştiği 2009 yılının ilk yarısı, enflasyon açısından oldukça düşük bir baz oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğilimi düşük düzeylerde seyretse dahi, bahsetmiş olduğum baz etkisi nedeniyle, yıllık enflasyonun 2010 yılının ortalarına kadar dönem dönem dalgalanarak yükseliş eğilimi gösterebileceğini tahmin etmekteyiz (Grafik 35). Bütçe dengesi gözetilerek yapılan vergi ve fiyat ayarlamalarının yıllık enflasyon üzerindeki etkilerinin ortadan kalkmasıyla birlikte, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren enflasyonun tekrar kademeli bir düşüş eğilimine girerek orta vadede yüzde 5 düzeylerinde istikrar kazanacağını öngörmekteyiz. İktisadi birimlerin fiyatlama davranışlarını oluştururken

orta vadeli sözleşme ve planlamalarında bu değerleri referans alması, enflasyon katılığını azaltmak suretiyle iktisadi faaliyetteki toparlanmayı destekleyecektir.

Bu noktada, enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceğini bir kez daha vurgulamak istiyorum. Dolayısıyla, enflasyon tahminleri oluşturulurken para politikasının görünümüne ilişkin ifade etmiş olduğum varsayımlarımızın, tarafımızca verilmiş bir taahhüt olarak algılanmaması gerektiğinin altını önemle çiziyorum.

#### **4. Riskler**

Saygıdeğer Basın Mensupları,

Konuşmamın son bölümünde, önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne ilişkin risklere ve bu risklerin gerçekleşmesi durumunda uygulanması muhtemel para politikası stratejisine değinmek istiyorum.

Son dönemde açıklanan veriler en kötünün geride kaldığını teyid etse de, küresel ekonomideki sorunlar henüz tam olarak giderilmiş değildir. Kredi piyasalarındaki sıkılığın devam etmesi ve işsizlik oranlarının yüksek seyretmesi küresel iktisadi faaliyete ilişkin aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır. Önümüzdeki dönemlerde küresel büyümenin tekrar kesintiye uğraması ve bu durumun yurt içi iktisadi faaliyetteki toparlanmayı geciktirmesi durumunda, politika faizlerinde ek bir indirim süreci söz konusu olabilecektir.

Yaşanan krizin ve buna karşı uygulanan politikaların yakın tarihte bir örneğinin bulunmaması, enflasyon ve para politikasının görünümüne ilişkin risk oluşturmaktadır. Küresel ölçekte alınan para politikası önlemlerinin iktisadi faaliyet ve diğer temel değişkenler üzerindeki etkisini tarihsel deneyimlere bakarak kestirmek mümkün değildir. Ülkemizde kriz sonrası uygulanan para politikalarının niceliksel genişleme biçiminde olmaması bu riskleri azaltsa da, Kasım 2008 döneminden bugüne gerçekleştirilen 1000 baz puanlık faiz indiriminin etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkacağı göz ardı edilmemelidir. Diğer bir ifadeyle, baz senaryoda uzun süre faiz artırımını öngörülmemesine rağmen, uygulanan politikaların etkilerinin dikkatle takip edilmesi ve konuşmamda çizmiş olduğum çerçevenin dışında beklenmeyen bir gelişme gözlenmesi durumunda, gelişmenin niteliğine göre gereken tedbirlerin gecikmeksizin alınması önem taşımaktadır.

Öte yandan gelişmekte olan ülkelerin kredi riskindeki nispi iyileşme sonucunda bu ülkelere sermaye akımlarının güçlenmeye devam etmesi de olası bir senaryodur. Küresel ölçekte parasal ve mali genişleme sonucunda piyasaya sürülen yüksek miktarlı ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmaktadır. Ekonomimizde halen kaynak kullanımının düşük düzeyde olması ve ithal girdi fiyatlarını aşağı yönde etkileyecek maliyet şoklarının nihai ürün fiyatlarına yansıma eğiliminin güçlü olması nedeniyle, sermaye girişlerinin hızlanması durumunda kısa vadede enflasyon üzerinde aşağı yönlü riskler artabilecektir. Böyle bir durumla karşılaşılması halinde politika faizleri geçici olarak baz senaryoda öngörülene kıyasla daha düşük seviyelere çekilebilecektir.

Değerli Konuklar,

Merkez Bankası olarak, para politikası stratejisini oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edeceğiz. Orta Vadeli Program'da öngörülen tutarlı çerçevede mali disiplini sağlamlaştıracak düzenlemelerle desteklenerek daha da güçlendirildiği takdirde, ülkemizin kredi riskindeki görece iyileşmeyi destekleyecektir. Programda yer alan hedeflerin uygulamada da hayata geçirilmesi halinde, tahmin ufku boyunca politika faizinin tek hanede kalmasının mümkün olduğunu düşünmekteyiz.

Küresel ölçekte bütçe açıklarının hızla yükselmesi, uzun vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümünü oluştururken küresel iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın yavaş ve kademeli bir seyir izlediği, tasarruf oranlarının uzun süre yüksek seviyelerde kaldığı ve dünya ülkelerinde faiz oranlarının düşük düzeylerde seyrettiği bir çerçeveyi esas aldık. Bununla birlikte, küresel krize karşı alınan mali tedbirler sonucu özellikle gelişmiş ülkelerde bütçe açıklarının yüksek boyutlara ulaşması ve bu politikalardan çıkış stratejisinin henüz netleşmemiş olması, orta vadede küresel piyasa faiz oranlarına ilişkin yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. Kuşkusuz, sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle ayrılan ekonomiler, bu tür risklerin yansımalarına karşı daha dayanıklı olacaktır. Bu çerçevede, içinde bulunduğumuz konjunktürde mali disiplinin önemini bir kez daha vurgulamak istiyorum.

Petrol ve diğler emtia fiyatlarının olası seyri önemli bir risk unsuru olmaya devam etmektedir. Küresel ölçekte kamu otoritelerinin aldığı dengeleyici tedbirler sonucu bollaşan kısa vadeli likidite, gelişmekte olan ülke para birimlerinin yanında emtia fiyatlarını da spekülâtif hareketlere maruz bırakabilmektedir. Dolayısıyla, küresel toparlanmanın yavaş ve kademeli olacağı bir senaryo esas alındığında dahi, petrol ve diğler emtia fiyatlarına ilişkin temkinli olunması gerekmektedir. Mevcut durumda ülkemizde talep koşullarının halen zayıf olması, yukarı yönlü maliyet şoklarının yurt içi fiyatlara geçişini sınırlamaktadır. Bu nedenle, özellikle yurt içi kaynak kullanımının düşük seyretmeye devam edeceği kısa vadede, küresel emtia fiyatlarındaki kısa vadeli dalgalanmalara tepki vermeyeceğiz. Emtia fiyatlarında gözlenen artışın küresel büyümedeki kalıcı ve güçlü bir toparlanmadan kaynaklanan enflasyonist bir eğilime dönüşmesi durumunda ise, para politikası enflasyonu orta vadeli hedeflerle uyumlu tutacak şekilde gereken tedbirleri alacaktır.

Saygıdeğler Basın Mensupları,

Merkez Bankası olarak, küresel krizin yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak için üzerimize düşeni yapmaktayız. Kuşkusuz, küresel risklere karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir, ancak bu tek başına yeterli değildir. Orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi, beklenti yönetiminin etkinleştirilerek para politikası kararlarının olumlu etkilerinin desteklenmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar önemini korumaktadır. Orta vadede para politikası stratejimizi belirlerken kamu maliyesine ilişkin gelişmeleri yakından izlemeye devam edeceğimizi tekrar vurgulayarak konuşmama son veriyor ve katılımınız için hepinize teşekkürlerimi sunuyorum.