



TÜRKİYE CUMHURİYET  
MERKEZ BANKASI

**2013 NİSAN ENFLASYON RAPORU**  
**BASIN TOPLANTISI**

**Erdem BAŞÇI**

**30 Nisan 2013, İstanbul**

Değerli Konuklar,

Enflasyon Raporu'nun ana mesajlarını sizlerle paylaşacağımız basın toplantısına hoş geldiniz. Şimdi birazdan İnternet sayfamızda yayımlanacak olan Rapor'un genel bir değerlendirmesini yapmak istiyorum.

Rapor'da, her zaman olduğu gibi, para politikası kararlarına temel oluşturan iktisadi görünüm ile makroekonomik gelişmelere ilişkin değerlendirmelerimizi paylaşıyor ve son üç aydaki gelişmeler doğrultusunda gözden geçirilen orta vadeli enflasyon tahminlerimiz ile para politikası duruşumuzu sunuyoruz. Ayrıca Rapor'da ana bölümlere ilave olarak çeşitli konularda on bir adet kutuya yer verdik. Bu kutuların her birinde güncel ve ilgi çekici konulara dair yapılan analizler yer alıyor. Örneğin, Rapor'da kredi ve iktisadi konjonktür ilişkisinin daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunacak bir kutu bulunuyor. Ayrıca, 2008 yılında yapılan istihdam teşviklerinin farklı demografik gruplara olan etkisini kapsamlı olarak inceleyen bir kutumuz da var. Bunun yanında Sanayi Üretim Endeksi'ndeki güncellemeler ile sermaye birikiminin Kapasite Kullanım Oranları'na etkisi konusunda oldukça bilgilendirici kutularımız da mevcut. Kutuların başlıklarını yansıda görüyorsunuz. Birazdan Enflasyon Raporu dahilinde İnternet sayfamızda yayımlanacak olan bu çalışmaları okumanızı tavsiye ederim.

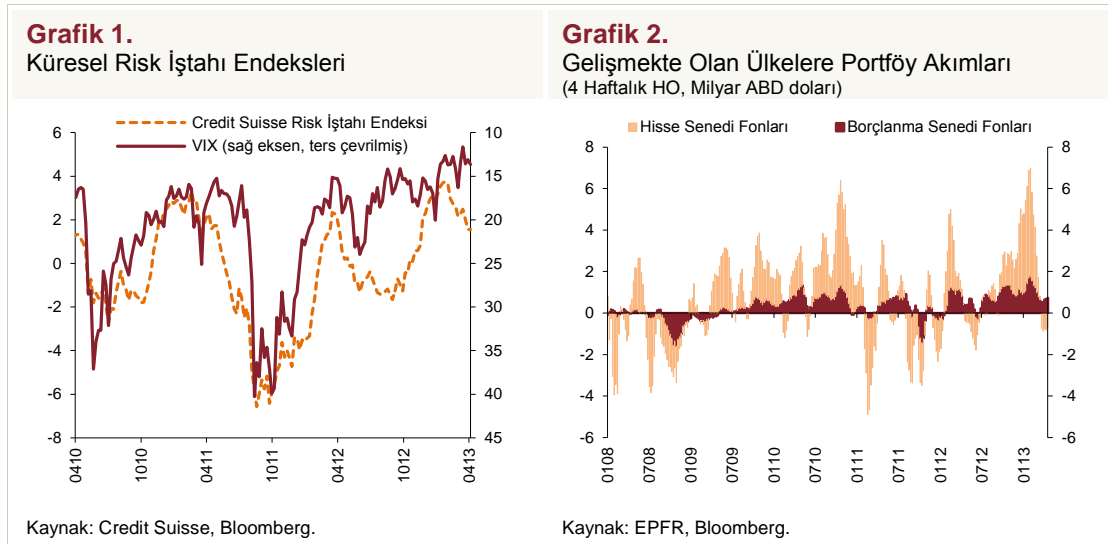
Değerli Konuklar,

Şimdi Rapor'un bir özetini sunmak istiyorum. Küresel ekonomiye dair gelişmeler politikalarımız üzerinde önemli rol oynamaya devam ediyor. Bu nedenle, konuşmama kısaca küresel iktisadi görünüme değinerek başlayacağım.

Yılın ilk çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetin zayıf seyrini koruduğunu görüyoruz. Küresel ekonomiye dair süregelen belirsizliklere paralel olarak ise risk iştahı ve sermaye akımları oynak bir görünüm sergilemeye devam ediyor (Grafik 1). Euro Bölgesi'ne dair sorunları ve gelişmiş ülkelerin ekonomi politikalarına dair belirsizlikleri bu dönemde risk iştahındaki oynaklığı artıran başlıca gelişmeler olarak sıralayabiliriz. Yakın dönemde Japonya Merkez Bankasının açıkladığı ek parasal genişleme paketi riskli varlıklara yatırım

yapma iştahını artırırken, Güney Kıbrıs ve İtalya'daki gelişmeler küresel ekonomideki kırılganlıkların önemini koruduğunu gösteriyor.

Gelişmiş ülkelerde miktarsal genişlemenin sürmesi küresel faizlerin tarihteki en düşük düzeylerde seyretmesine neden oluyor. Bu durum, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını besleyen bir etken olarak ön plana çıkıyor. Öte yandan, küresel ekonomiye dair kırılganlıkların devam etmesi risk iştahının istikrarsız bir seyir izlemesine yol açıyor. Küresel likidite ve risk iştahının bu görünümü gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy akımlarının yüksek hacimli ve oynak bir seyir izlemesine sebep oluyor (Grafik 2). Bu durum, esnek ve çok amaçlı bir politika çerçevesine sahip olmanın önemini ortaya koyuyor.

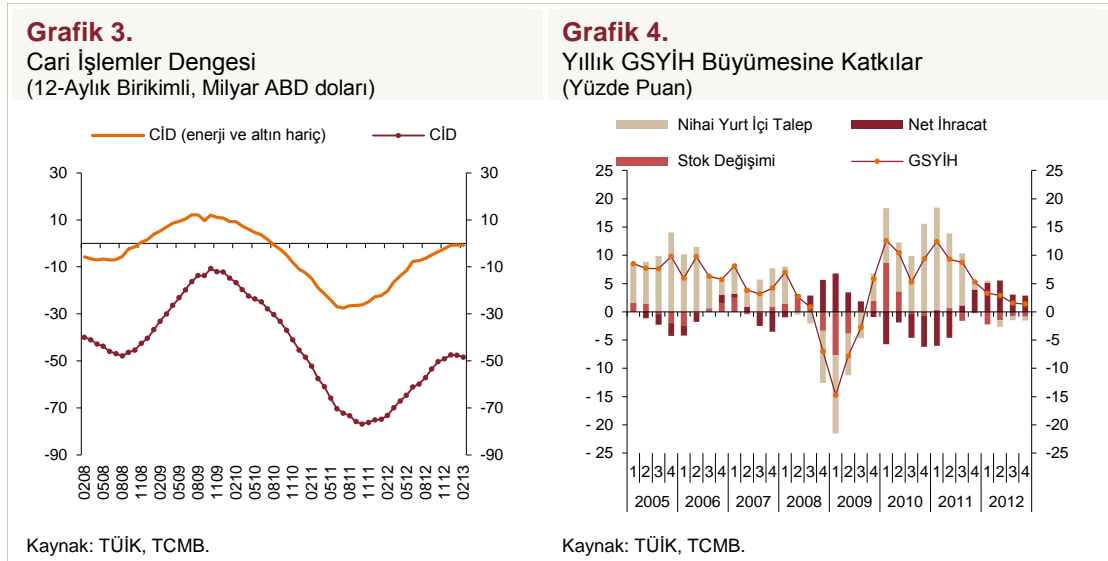


## 1. Para Politikası Uygulamaları ve Parasal Koşullar

Değerli Konuklar,

Merkez Bankası olarak, 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuş bulunuyoruz. Uyguladığımız politikaların orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden iç ve dış talep dengesini gözeterek makro finansal riskleri azaltmayı amaçladığımızı ve ek politika araçlarının bu kapsamda geliştirildiğini hatırlatmak isterim. Yeni politika stratejimizde sermaye akımlarındaki oynaklığın fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki bozucu etkisini sınırlamaya özel önem atfediyoruz. Bu çerçevede bir yandan kredilerin daha makul oranlarda büyümesine yönelik tedbirler alırken diğer yandan döviz kurunun iktisadi

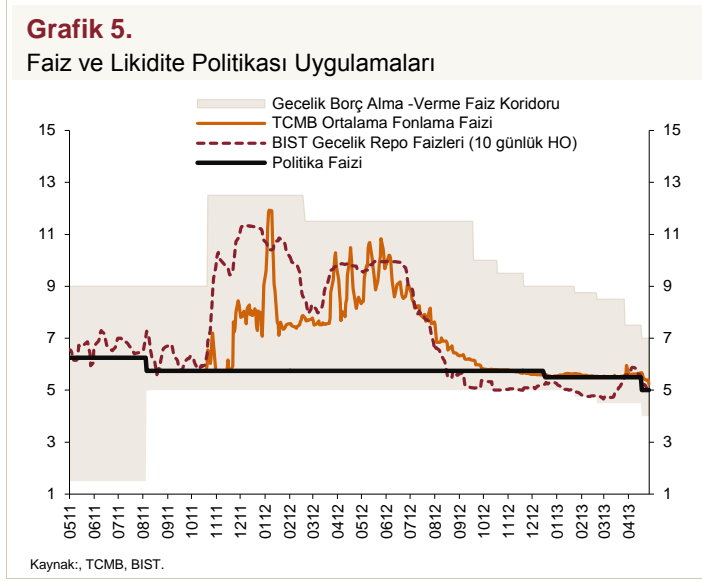
temellerle uyumlu olmayan hareketlerine kayıtsız kalmadığımızı vurgulamakta fayda görüyorum.



Uyguladığımız politikaların sonucu olarak 2012 yılı bir dengelenme yılı oldu. Yansıda da gördüğünüz gibi bu dönemde büyümenin kompozisyonu daha sağlıklı bir görünüme kavuşurken cari işlemler dengesindeki iyileşme devam etti (Grafik 3). Net ihracatın büyümeye katkısı ise belirgin şekilde arttı (Grafik 4).

2012 yılının ikinci yarısından itibaren kredilerdeki yavaşlamanın belirginleşmesi ile iç talebin zayıf seyri ve enflasyonda gözlenen düşüş eğilimi sonrasında Merkez Bankası olarak piyasaya verdiğimiz likiditeyi kademeli olarak artırarak para politikasını daha destekleyici bir konuma getirdik. Geçtiğimiz yılın sonlarından itibaren ise sermaye girişlerindeki güçlenme, kredilerde gözlenen canlanma ve Türk lirası üzerinde oluşan değerlenme baskısı üzerine yeniden makro finansal risklere odaklandık. Hatırlayacağınız gibi, böyle bir konjunktürde bir yandan faiz oranlarının düşük tutulmasının diğer yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin yerinde olacağını belirtmiştik. Bu doğrultuda, yılın ilk çeyreğinde kısa vadeli faiz oranlarında indirim yaparken zorunlu karşılıkları kullanarak sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atmaya devam ettik (Grafik 5).

2012 yılının sonlarına doğru gerek Avrupa Merkez Bankası'nın aldığı destekleyici kararlar Euro Bölgesi'ne dair risklerin görece olarak azalması, gerekse Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın daha etkin bir şekilde devreye girmesi geniş faiz koridoruna olan ihtiyacı azalttı. Bu nedenle gecelik borç verme faiz oranını düşürerek faiz koridorunu kademeli olarak daralttık (Grafik 5).

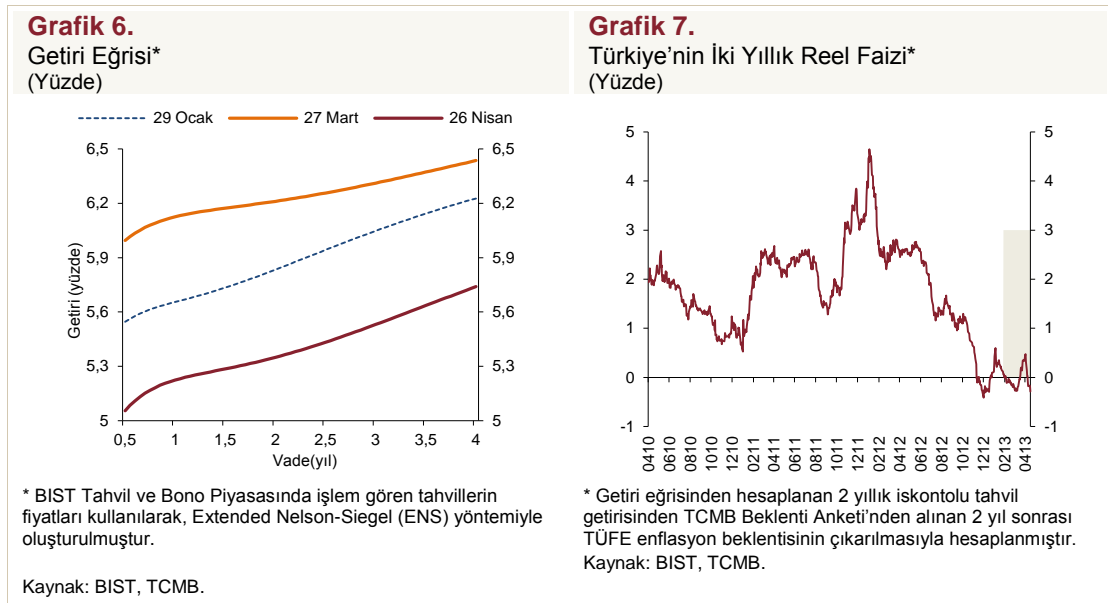


Referans değer olarak açıkladığımız yüzde 15 büyüme oranının oldukça üzerinde seyreden kredi artış hızını yavaşlatmak amacıyla Şubat ayının sonlarından itibaren likidite duruşunu normalleştirdik. Bunun sonucu olarak, yansıda da gördüğümüz üzere, gecelik piyasa faizleri yakın dönemde politika faizi etrafında dalgalanmaya başlamıştır (Grafik 5). Ayrıca, bu dönemde, sermaye girişlerinin krediler üzerindeki aşırı genişletici etkisini sınırlamak için zorunlu karşılıklar aracılığıyla ölçülü bir şekilde sıkılaştırma yapmaya devam ettik. Bunun yanında bu dönemde sermaye akımlarının güçlü seyretmesi, Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın daha etkin bir şekilde kullanılabilmesini teminen Rezerv Opsiyon Katsayıları'nı artırmamızı gerektirdi.

Yılın ilk çeyreğinde küresel ekonomiye dair belirsizliklerin ve sermaye akımlarındaki oynaklığın devam etmesi nedeniyle para politikasında her iki yönde de esnekliğin korunması gerektiği şeklindeki duruşumuzu koruduk. Bu çerçevede, aldığımız tedbirlerin krediler, yurt içi talep ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini dikkatle takip edeceğimizi ve Türk lirası fonlama miktarının gerekli gördüğümüz takdirde aşağı veya yukarı yönlü ayarlayabileceğimizi önemle hatırlatmak isterim.

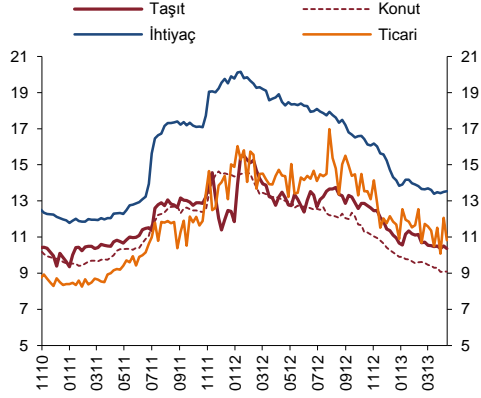
Değerli Konuklar,

Risk iştahındaki oynaklığa paralel olarak yılın ilk çeyreğinde piyasa faizlerinin de dalgalı bir seyir izlediğine tanık olduk. Ocak Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemi takiben Euro Bölgesi'ndeki belirsizlikler getiri eğrisinin yukarı kaymasına neden oldu. Yakın dönemde ise Japonya Merkez Bankasının açıkladığı miktarsal genişleme paketi sonrasında sermaye girişleri tekrar hızlandı. Bunun yanı sıra Nisan ayında politika faizlerini indirmemiz ve Türkiye'ye yönelik risk algılamalarının olumlu seyretmesi de faizlerdeki aşağı yönlü hareketi destekledi. Bu gelişmeler sonucunda, yansıda da gördüğümüz gibi, getiri eğrisinin bir önceki Rapor dönemine kıyasla her vadede sınırlı miktarda aşağı kaydığını görüyoruz (Grafik 6). Reel faizler de benzer bir hareket sergileyerek tarihsel olarak düşük seviyelerde seyretmeye devam etti (Grafik 7).



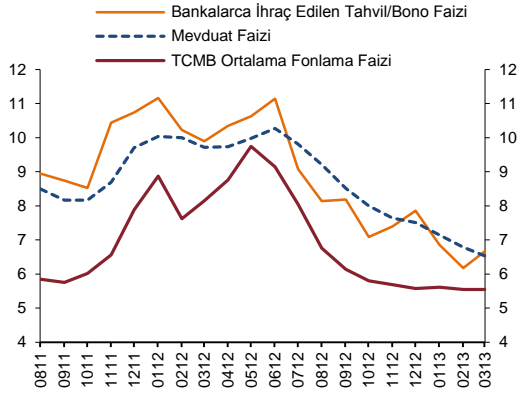
Yurt dışı finansman koşullarındaki rahatlamanın ve uyguladığımız para politikasının etkisiyle son aylarda kredi faiz oranlarındaki düşüş devam etti. Uzun vadeli piyasa faizlerindeki azalışa paralel olarak tüketici kredisi faizlerindeki aşağı yönlü eğilim sürerken, faiz koridorunun üst sınırında yaptığımız indirimlerin etkisiyle ticari kredi faizlerindeki düşüş belirginleşti (Grafik 8). Ayrıca mevduat faizleri ve bankalarca ihraç edilen tahvil/bono faizleri de TCMB ortalama fonlama faizindeki düşüşü takip ederek yılın ilk çeyreğinde aşağı yönlü bir hareket sergiledi (Grafik 9).

**Grafik 8.**  
TL Kredi Faizleri  
(Yüzde)



Kaynak: TCMB.

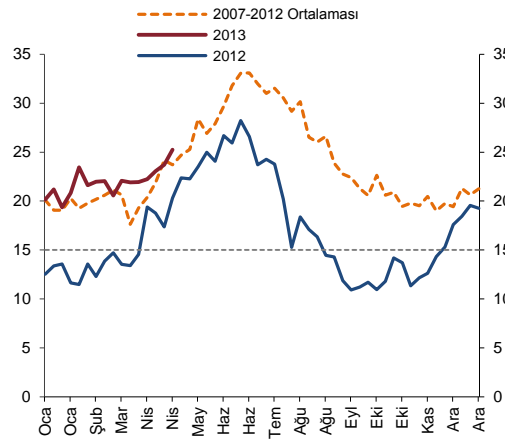
**Grafik 9.**  
Bankaların Fonlama Maliyetine Dair Gelişmeler  
(Yüzde)



Kaynak: KAP, TCMB.

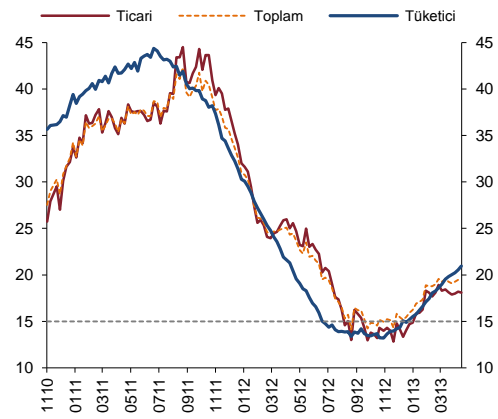
Bu gelişmeler sonucunda, 2012 yılının sonlarından itibaren krediler tekrar ivmelenme eğilimine girdi. Son dönemde ise toplam kredilerin artış eğilimi geçtiğimiz yılların ortalamasına yakın seyrediyor. (Grafik 10). Bu gelişmeler sonucunda yıllık kredi artış oranlarının da referans seviyenin üzerinde seyretmekte olduğunu görüyoruz (Grafik 11).

**Grafik 10.**  
Kur Etkisinden Arındırılmış Toplam Kredilerin  
Büyüme Eğiliminin Geçmiş Yıllarla  
Karşılaştırılması  
(Haftalık Değişimin 13 Haftalık Hareketli Ortalaması,  
Yıllıklandırılmış, Yüzde)



Kaynak: TCMB.

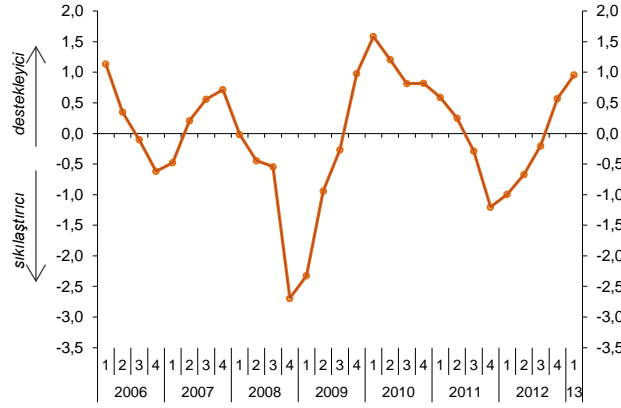
**Grafik 11.**  
Kredilerin Yıllık Büyüme Oranı  
(Yüzde)



Kaynak: TCMB.

Özetle, sermaye akımlarının güçlü seyri ve faiz oranlarındaki düşüş sonucunda yılın ilk çeyreğinde finansal koşullar endeksindeki iyileşmenin devam ettiğini görmekteyiz (Grafik 12).

**Grafik 12.**  
Finansal Koşullar Endeksi



Yöntem için bakınız: "Türkiye İçin Finansal Koşullar Endeksi", TCMB Ekonomi Notları 12/31 ve Enflasyon Raporu 2012-IV, Kutu 5.2.  
Kaynak: TCMB.

## 2. Makroekonomik Gelişmeler ve Temel Varsayımlar

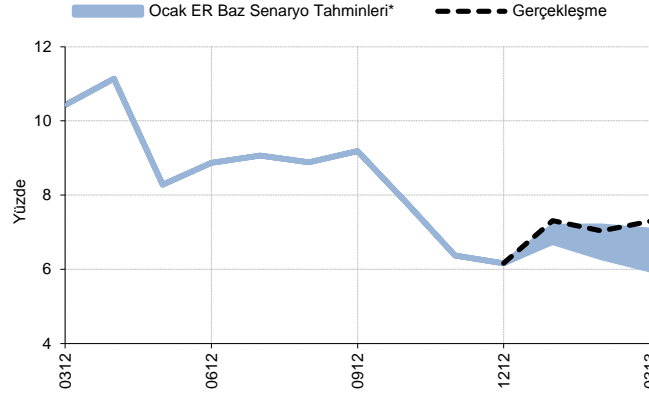
Saygıdeğer Konuklar,

Şimdi tahminlerimize temel oluşturan makroekonomik görünüme ve varsayımlarımıza değineceğim. Öncelikle Ocak ayında paylaştığımız kısa vadeli tahminlerimizi 2013 yılı ilk çeyreğindeki gerçekleştirmeler ile kıyaslayıp yakın dönem enflasyon gelişmelerini özetlemek istiyorum. Sonra da yurt içi ve yurt dışı talep görünümünden bahsedeceğim.

2013 yılının ilk çeyreğinde enflasyon yüzde 7,3 düzeyine yükselerek öngörümüzden bir miktar yukarda gerçekleşti (Grafik 13). Enflasyonun öngörülenden yüksek gerçekleşmesinde Ocak Enflasyon Raporu'nda yukarı yönlü risk oluşturduğunu vurguladığımız işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmeler belirleyici oldu. Bunun yanı sıra, temel enflasyon göstergeleri de beklentilerimizin bir miktar üzerinde seyretti.



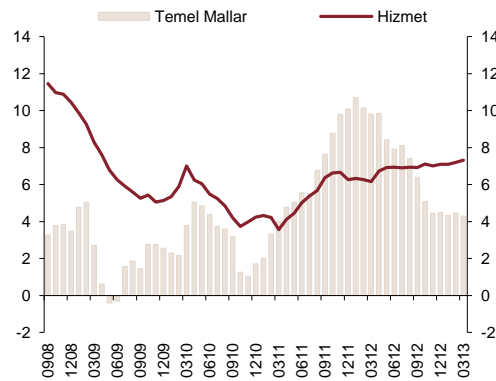
**Grafik 13.**  
Ocak Ayında Yapılan Enflasyon Tahminleri ve Gerçekleşmeler  
(Yüzde)



\* Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.  
Kaynak: TÜİK, TCMB.

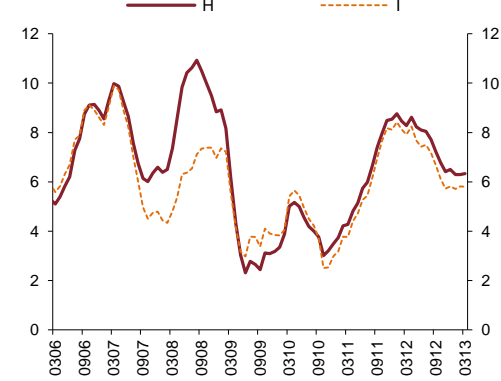
Bu dönemde döviz kurundaki gelişmelerin yıllık enflasyona aşağı yönlü katkısının azalması ve iç talepteki kısmi canlanma sonucu temel malların fiyat artış hızındaki gerileme yavaşladı. Hizmet fiyatlarının ana eğiliminde ise sınırlı bir yükseliş gerçekleşti (Grafik 14). Bu gelişmeler çerçevesinde temel enflasyon göstergeleri ilk çeyrekte yatay bir görünüm sergiledi (Grafik 15). Temel enflasyon göstergelerinin beklediğimizden daha yüksek gerçekleşmesi nedeniyle enflasyon tahminlerimizin başlangıç noktasını sınırlı ölçüde yukarı yönlü güncelledik. Bu güncellenmenin yılsonu enflasyon tahmini üzerindeki etkisi yaklaşık 0,2 puan artırıcı yönde oldu.

**Grafik 14.**  
Temel Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları  
(Yıllık Yüzde Değişim)



Kaynak: TÜİK.

**Grafik 15.**  
Temel Enflasyon Göstergeleri H ve I  
(Yıllık Yüzde Değişim)

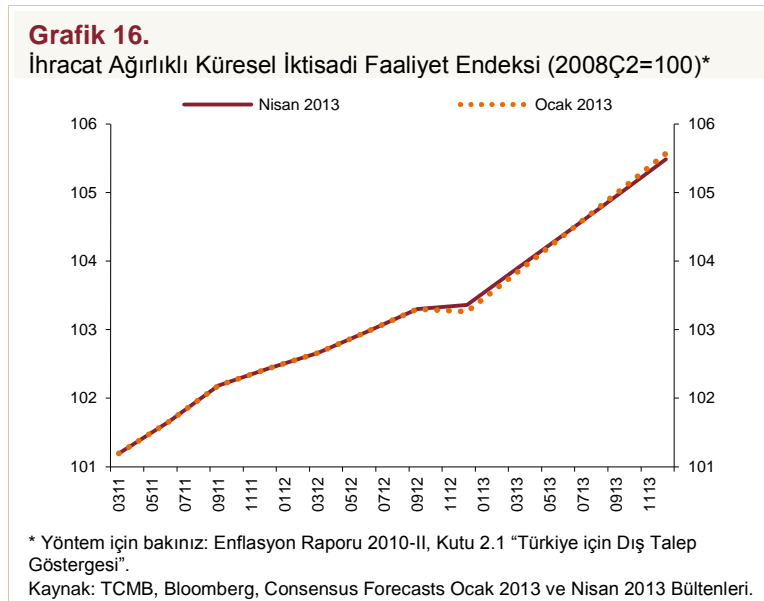


Kaynak: TÜİK.

Değerli Konuklar,

Şimdi enflasyon tahminlerine temel oluşturan iktisadi faaliyet gelişmelerini ve kısa vadeli görünümü özetlemek istiyorum. 2012 yılının son çeyreğine ilişkin milli gelir verileri yurt içi talebin özel yatırım talebi kaynaklı olarak gerilediğine işaret etti. Bu dönemde talep koşulları Ocak Enflasyon Raporu'nda sunduğumuz görünüme kıyasla daha zayıf seyretti. Öte yandan, yılın ilk çeyreğine dair veriler tüketim talebinde ılımlı bir artış, yatırımlarda ise kayda değer bir toparlanmaya işaret ediyor. Son dönemde finansal koşulların destekleyici konumunun sürmesi, güven endekslerindeki iyileşme ve kredilerin artış eğilimi yılın ikinci çeyreğinde toparlanmanın devam edeceğini işaret eden göstergeler olarak öne çıkıyor. Bu gelişmeler çerçevesinde, tahminlerimizi üretirken 2012 yılının son çeyreğinde toplam talebin bir önceki Rapor dönemine göre sınırlı ölçüde daha zayıf olduğu bir görünümü esas aldık, ancak 2013 yılı geneli için belirgin bir değişiklik yapmadık.

Yurt içi talepte gözlenen iyileşme sinyallerine karşılık dış talep zayıf seyrini koruyor. Bu dönemde Euro Bölgesi iktisadi faaliyetindeki yavaşlamaya rağmen küresel büyümeye ilişkin tahminlerde önemli bir farklılaşma gözlenmemesi nedeniyle ihracat ağırlıklı küresel büyüme endeksinde kayda değer bir değişiklik olmadı (Grafik 16).

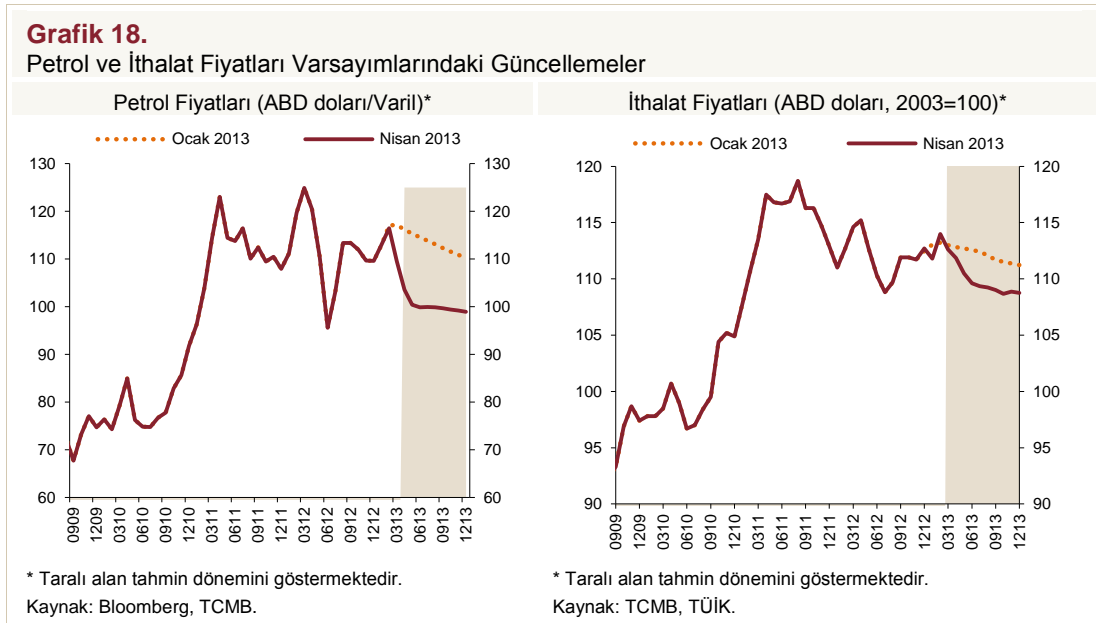


Özetle, iç ve dış talep gelişmelerini birlikte değerlendirdiğimizde, toplam talep koşullarının enflasyon tahminleri üzerindeki etkisinde bir önceki Rapor'a kıyasla önemli bir değişim olmadığını söyleyebilirim.

Saygıdeğer Konuklar,

Bildiğiniz gibi, enflasyon tahminlerinde gıda, enerji ve ithalat fiyatları da önemli rol oynuyor. Dolayısıyla, tahminlere geçmeden önce kısaca söz konusu değişkenlere dair varsayımlarımızı aktaracağım.

Ocak Enflasyon Raporunun yayımlanmasından itibaren geçen süre zarfında ithalat fiyatları öngörülerimizden düşük gerçekleşti (Grafik 18). Özellikle yakın dönemde emtia fiyatlarında beklenenin ötesinde bir gerileme olduğunu gördük. Bu çerçevede Ocak Enflasyon Raporu'nda 108 ABD doları olarak belirlenen 2013 yılı ortalama petrol fiyatı varsayımımızı, Nisan ayının ilk üç haftasındaki vadeli fiyatların ortalamasıyla uyumlu şekilde aşağı yönlü güncelledik (Grafik 18). Bu güncelleme ise 2013 yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan aşağı yönde etkiledi. Öte yandan, gıda fiyatlarının yıllık artış oranını bir önceki Rapor'da olduğu gibi yüzde 7 olarak koruduk.



Tahminlere geçmeden önce son olarak kamu maliyesine dair varsayımlarımızı aktaracağım.

Orta vadeli tahminlerimizi üretirken yılın kalanında tütün ve enerji ürünlerine yönelik ek vergi ayarlaması yapılmayacağını varsaydık. Öte yandan, diğer vergi ayarlamaları ve yönetilen/yönlendirilen fiyatların enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir görünümü esas aldığımızı belirtmek isterim.

Maliye politikasının duruşu için ise her zaman olduğu gibi Orta Vadeli Program projeksiyonlarını temel aldık. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde mali disiplinin süreceğini ve yapısal bütçe dengesinde önemli bir değişim olmayacağını varsaydık. Dolayısıyla, 2013 yıl sonu enflasyon tahmininde maliye politikasından kaynaklanan bir değişiklik olmadı.

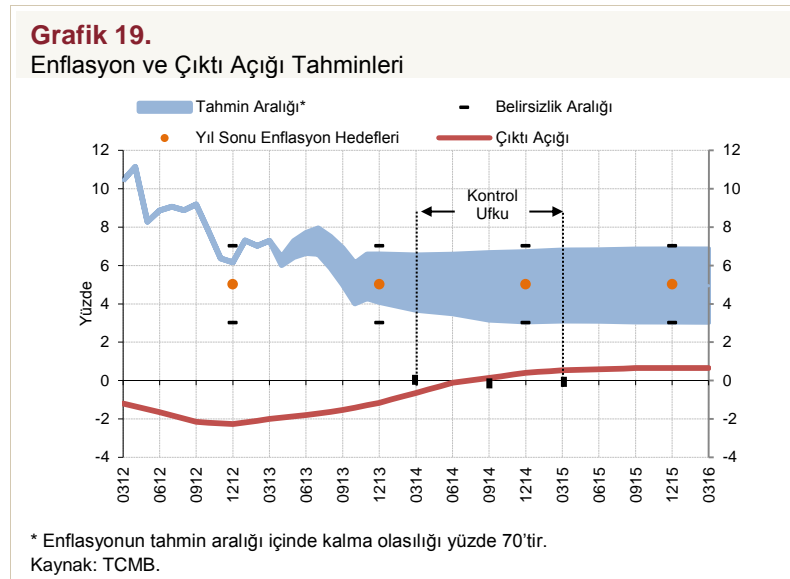
### 3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

Saygıdeğer Konuklar,

Şimdi sizlere, bu noktaya kadar çizmiş olduğum çerçeve dâhilinde ürettiğimiz enflasyon ve çıktı açığı tahminlerimizi sunacağım.

Orta vadeli tahminlerimizi oluştururken yakın dönemde hızlanan sermaye akımlarından kaynaklanabilecek risklerin dengelendiği bir çerçeve benimsedik. Diğer bir ifadeyle, faiz oranları düşük tutulurken makro ihtiyati tedbirlerin devam ettiği bir politika duruşunu esas aldık. Kredilerin ise yüzde 15 civarında büyüyeceğini varsaydık.

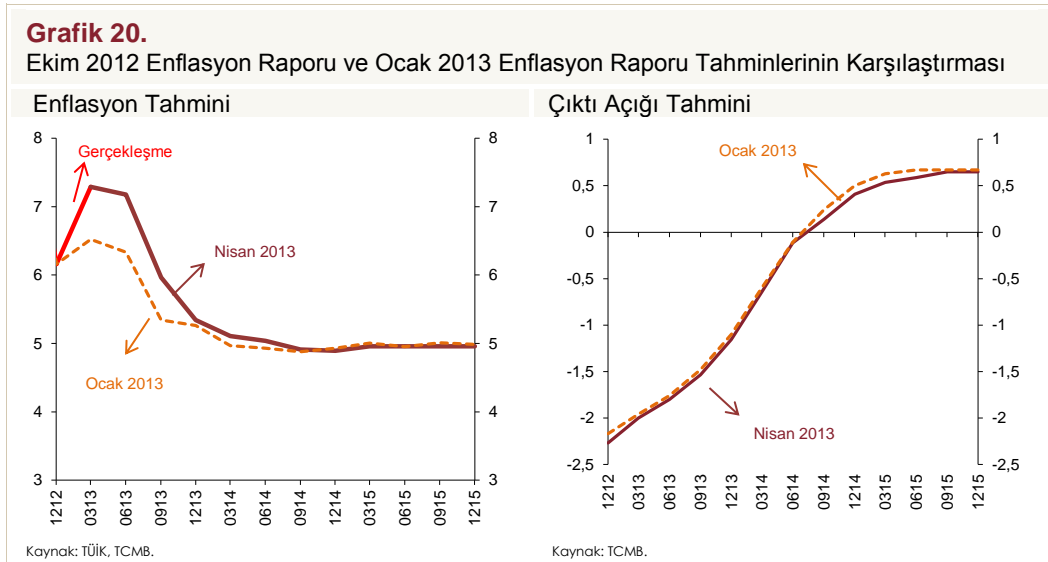
Bu çerçevede, enflasyonun, 2013 yılı sonunda orta noktası yüzde 5,3 olmak üzere yüzde 4,1 ile yüzde 6,5 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2014 yıl sonu tahminimiz ise orta noktası yüzde 4,9 olmak üzere yüzde 3,1 ile yüzde 6,7 aralığında yer alıyor. Orta vadede enflasyonun yüzde 5 hedefi düzeyinde istikrar kazanacağını öngörüyoruz (Grafik 19).



Özetle, enflasyon tahminlerimize temel oluşturan varsayımları ve dışsal koşulları bir arada değerlendirdiğimizde, enflasyonun başlangıç noktasındaki yukarı yönlü güncellemenin emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü güncelleme ile telafi edildiğini söyleyebiliriz. Bu nedenle 2013 yılsonu enflasyon tahminimizi yüzde 5,3 olarak korumuş bulunuyoruz.

Enflasyonun kısa vadede enerji fiyatlarındaki baz etkisi kaynaklı olarak dalgalı bir seyir izlemesini bekliyoruz. Bu çerçevede yıllık enflasyonda Nisan ayında belirgin bir düşüş Mayıs-Temmuz döneminde ise sınırlı artışlar görebiliriz. Sonraki aylarda tekrar aşağı yönlü bir eğilimin başlayacağını ve enflasyonun yıl sonunda yüzde 5,3 düzeyine ineceğini tahmin ediyoruz (Grafik 20). Buna paralel olarak çekirdek enflasyon göstergelerinin ılımlı seyrini korumasını bekliyoruz.

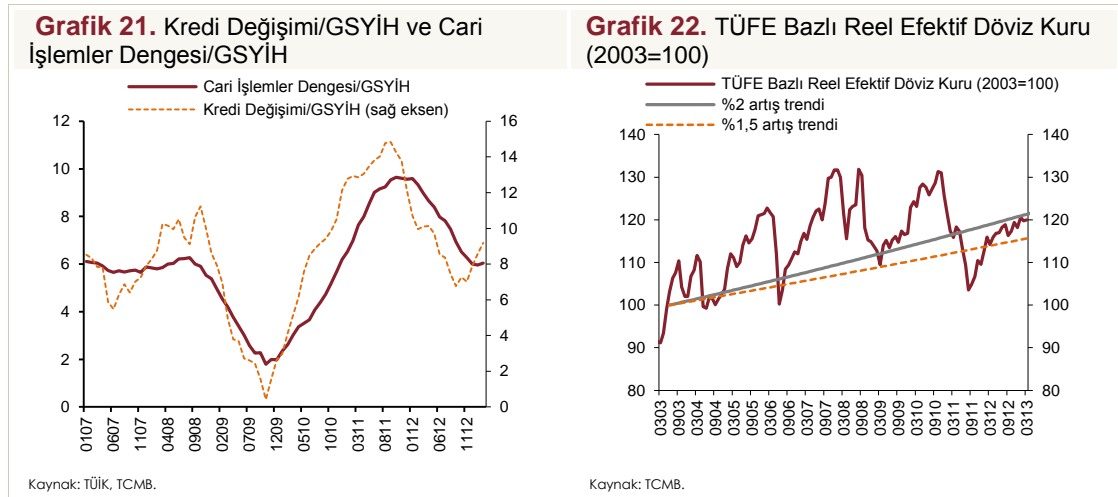
Yansıda enflasyon tahminimizdeki güncellemeleri görebilirsiniz. Yıl sonu enflasyon tahminimizde değişiklik olmasa da, özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenen hızlı artışlar nedeniyle enflasyon patikasını kısa vade için bir önceki Rapor'a kıyasla yukarı yönlü güncelledik (Grafik 20).



Aynı yansıda çıktı açığı tahminlerimizdeki güncellemeleri de gösteriyoruz. 2012 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin beklediğimizden zayıf gerçekleşmesi nedeniyle başlangıç noktası itibarıyla çıktı açığı tahminlerimizi bir önceki Rapor'a kıyasla sınırlı ölçüde aşağı yönlü güncelledik. Bununla birlikte iç talepte beklenen toparlanma ile uyumlu olarak, yıl genelinde çıktı açığının Ocak ayında öngörülen patikaya yakın seyredeceği bir çerçeveyi esas aldık.

Sunduğum enflasyon tahminlerini ve politika duruşumuzu makrofinansal riskleri gözeterek oluşturduğumuzu tekrar vurgulamak isterim. Tahminlerimiz, bir yandan enflasyonun yüzde 5'lik hedefe yakın gerçekleşmesini diğer yandan ekonominin dengeli büyümesini gözetilen bir yaklaşımı yansıtmaktadır.

Önümüzdeki dönemde enflasyon hedefe doğru yönelirken dış denge bozulmaması için kredilerdeki artışın makul oranlarda seyretmesi (Grafik 21) ve döviz kurunda aşırı değerlenme olmaması (Grafik 22) gerekmektedir. Bu nedenle bir yandan yurt dışındaki düşük faiz ortamına uyum sağlarken diğer yandan döviz rezervlerimizi artırıcı yönde adımlara devam etmenin mevcut konjunktürde en uygun politika bileşimi olduğunu değerlendiriyoruz.



Değerli Konuklar,

Bahsetmiş olduğum bu tahminlere ek olarak Enflasyon Raporu'nun Riskler bölümünde enflasyon görünümüne ve küresel ekonomiye dair alternatif senaryolara değiniyoruz. Detaylar için Rapor'u inceleyebilirsiniz.

Konuşmama burada son verirken, başta Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğümüz çalışanları ve Para Politikası Kurulu üyeleri olmak üzere, Rapor'un hazırlanmasında emeği geçen tüm çalışma arkadaşlarıma ve katılımcılara teşekkürlerimi sunuyorum.