



**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**

**2011 OCAK ENFLASYON RAPORU  
BASIN TOPLANTISI**

**Durmuş YILMAZ**

**25 Ocak 2011, Ankara**

Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Enflasyon Raporu'nun 2011 yılı ilk sayısının ana mesajlarını sizlerle paylaşacağımız bu toplantıya hoş geldiniz.

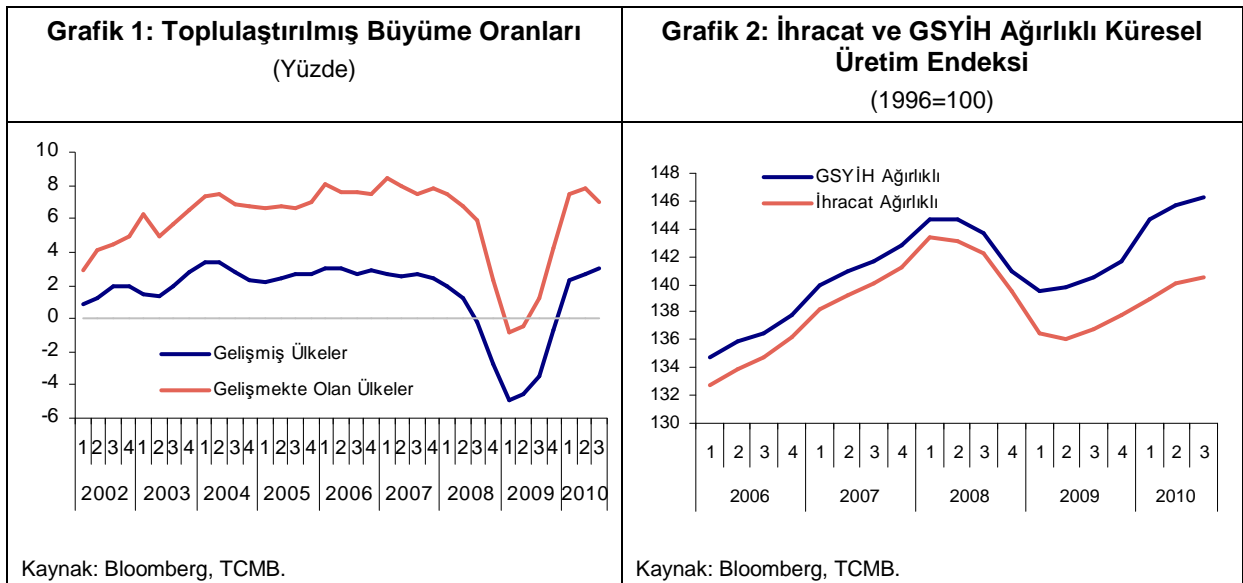
Rapor'da, her zaman olduğu gibi, para politikası kararlarına temel oluşturan iktisadi görünüm özetlenmekte, küresel ve yerel makroekonomik gelişmelere ilişkin değerlendirmelerimiz paylaşılmakta ve son üç aydaki gelişmeler doğrultusunda güncellediğimiz orta vadeli enflasyon tahminlerimiz ile para politikası duruşumuz sunulmaktadır.

Rapor'da ayrıca Bankamız bünyesinde yapılmış veya devam eden araştırmaların ışığında yazılmış, politikalarımızı etkileyen çeşitli konularda daha ayrıntılı incelemeleri içeren sekiz kutu bulunmaktadır. Küresel ekonomideki gelişmelerin politikalarımız üzerinde olağanüstü öneme sahip olmasından hareketle euro bölgesi ve ABD'deki gelişmeleri yakından inceleyen kutuların birinde euro bölgesindeki çevre ülke ekonomilerinin borç krizine karşı duyarlılıkları incelenmekte, diğerinde ise ikinci niceliksel genişleme sonrası ABD'de uzun vadeli nominal tahvil getirilerinde gözlenen artışın nedenleri tartışılmaktadır. Diğer taraftan, yurt içindeki enflasyon dinamiklerini daha iyi anlayabilmemize yönelik olarak da iki kutu hazırladık. Bu kutuların ilki işlenmemiş gıda fiyatlarındaki oynaklığın nedenleri üzerinde dururken, ikincisi çekirdek enflasyon göstergeleri üzerine bir değerlendirme sunmaktadır. Ayrıca, döviz ve türev piyasalarında yakın dönemde gözlemlediğimiz gelişmeleri para politikası kararlarıyla ilişkilendirilerek inceleyen bir çalışmamız da raporda yer almaktadır. İçinden geçtiğimiz dönemde uyguladığımız yeni politika yaklaşımının daha iyi anlaşılabilmesini sağlamak amacıyla da iki kutu hazırladık. Bu çalışmaların ilkinde zorunlu karşılıkların para politikası içindeki yeri ve ekonomiyi etkileme kanalları tartışılmakta, ikincisinde ise enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişki tartışılmaktadır. Son olarak, hesap verme yükümlülüğümüz çerçevesinde hazırladığımız bir çalışmada 2010 yılı boyunca enflasyon tahminlerinde yaptığımız güncellemelerin kaynakları detaylı olarak açıklanmaktadır.

Değerli Basın Mensupları,

Enflasyon görünümü ve iktisadi faaliyete ilişkin olarak biraz sonra sizinle detaylı olarak paylaşacağım değerlendirmelerimize geçmeden önce, yurt içi iktisadi görünüm üzerinde belirleyici olmaya devam eden küresel ekonomideki gelişmeleri kısaca özetlemek istiyorum.

2010 yılının son çeyreğinde küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam ederken gelişmiş ekonomilere dair aşağı yönlü riskler önemini korumaktadır. Gelişmiş ekonomilerde gerek finansal kuruluşların ve firmaların, gerekse hanehalkının bilanço onarım süreci devam etmekte, bu durum özel tüketim ve yatırımın iktisadi faaliyetteki 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 (Grafik 1).



Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki süregelen ayrışma ve bu durumun yurt içi ekonomiye yansımaları, yılın son çeyreğinde uyguladığımız 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 güçlendirmiştir. Öte yandan, ihracatımızın ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yönelik olması ve bu ülkelerin ekonomilerindeki toparlanmanın yavaş gerçekleşmesi dış talepteki artışı sınırlamıştır (Grafik 2). Küresel ölçekte gözlenen düşük faizler, güçlenen kısa vadeli sermaye

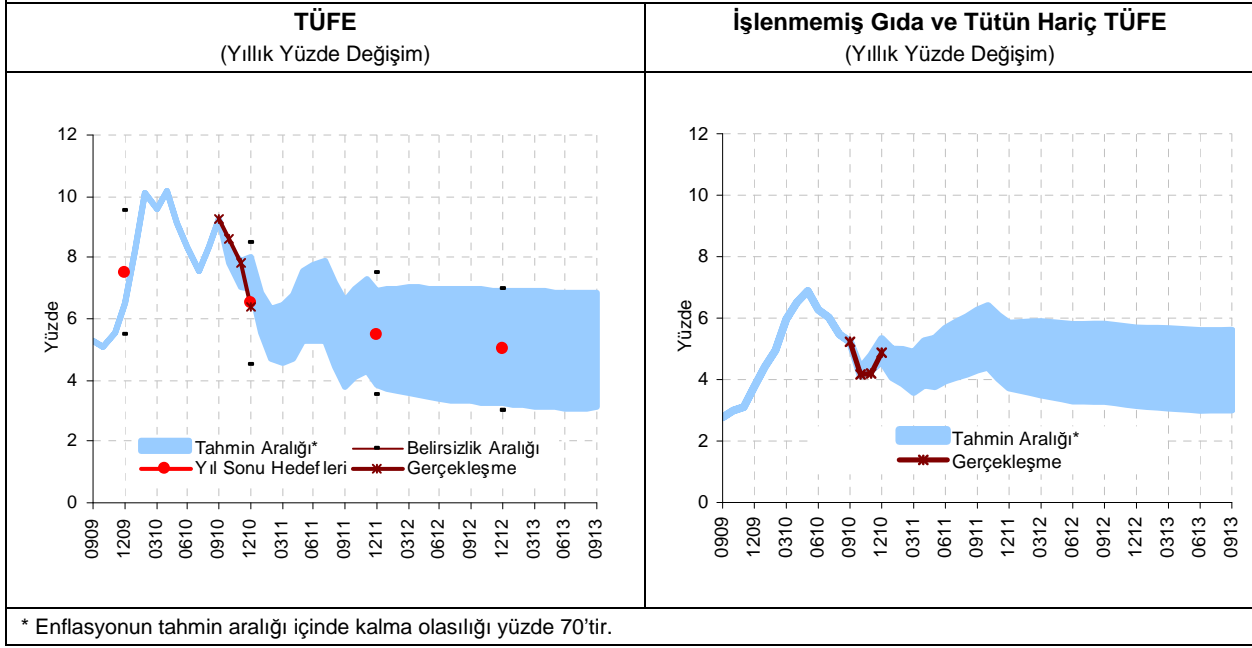
akımları sonucunda hızlanan kredi büyümesi ile artan ithalat ve zayıf seyreden dış talep 2010 yılında cari açığımızın hızla genişlemesi sonucunu doğurmuştur. Bütün bu gelişmeler para politikamızı oluştururken, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da belirli bir ağırlıkla gözetmemizi gerekli kılmış ve 'yeni normal' olarak da adlandırılan bu yeni küresel konjonktüre uygun bir strateji benimsememizi gerektirmiştir. Bu çerçevede, daha önce de çeşitli vesilelerle açıkladığımız gibi, temel politika aracımız olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının yanı sıra zorunlu karşılık ve likidite yönetimi gibi araçları daha aktif olarak kullanmaya başlamış bulunmaktayız.

### **1. Enflasyon Gelişmeleri**

Saygıdeğer Basın Mensupları,

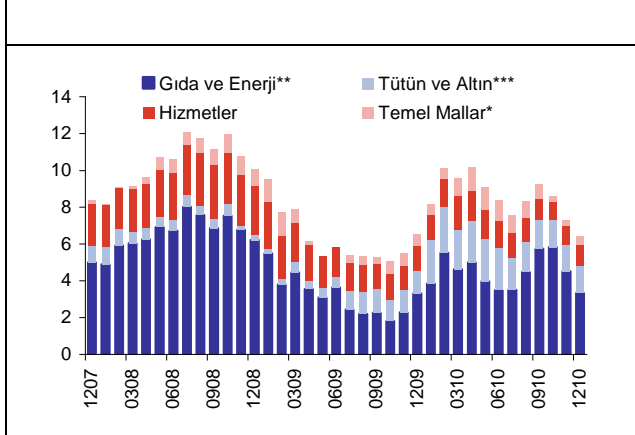
Küresel iktisadi görünüme ve bu görünümün para politikasına yansımalarına kısaca değindikten sonra, geride bıraktığımız dönemde ülkemizde yaşanan enflasyon gelişmelerini değerlendirmek istiyorum. Hatırlayacağınız gibi, bir önceki Enflasyon Raporu'nda Merkez Bankası'nın kontrolü dışındaki işlenmemiş gıda ve tütün kalemlerinden kaynaklanan fiyat artışlarının yıllık enflasyon üzerindeki katkısının 5 puan civarında olduğuna dikkat çekmiş ve bu kanaldan enflasyondaki düşüş için önemli bir alan olduğu tespitinde bulunmuştuk. Nitekim yılın son çeyreğinde, enflasyon 2,83 puan gerileyerek yüzde 6,4 ile yıl sonu hedefimize oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu düşüşte, bir önceki raporda da öngördüğümüz gibi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin gerileme etkili olmuştur. Ancak, bu gerileme bizim tahminimizden de hızlı olmuştur. Böylece, 2010 yılında gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüzde 7,02 olarak gerçekleşmiş ve Ekim Enflasyon Raporu'nda varsaydığımız yüzde 10,5 değerinin oldukça altında kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarındaki bu hareket, yıl sonu enflasyon tahminlerimizdeki sapmanın neredeyse tamamını açıklamaktadır. Nitekim, yansıda da görüldüğü üzere işlenmemiş gıda ve tütün hariç enflasyon, yıl sonunda Ekim Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerimizle birebir uyumlu gerçekleşmiştir (Grafik 3).

**Grafik 3: Ekim 2010 Enflasyon Raporu Tahminleri ve Gerçekleşmeler**

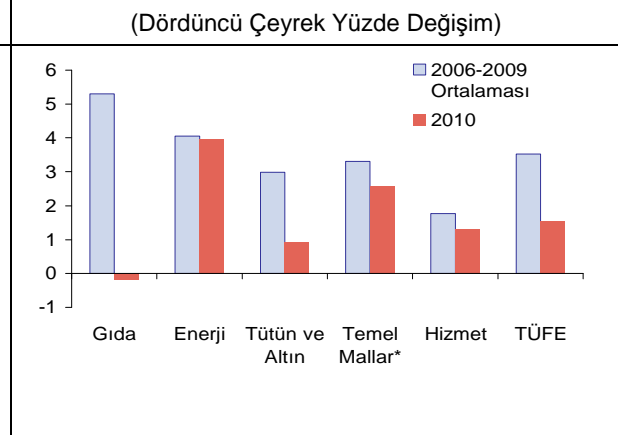


Gıda fiyatları 2010 yılı son çeyreğinde de tüketici fiyatlarının seyrinde belirleyici olan temel unsur olmuştur. Üçüncü çeyrekte işlenmemiş gıda fiyatlarına bağlı olarak endeks tarihinin en yüksek artışını gösteren gıda fiyatları, son çeyrekte geçmiş yılların aksine düşüş kaydetmiştir (Grafik 4). Bu dönemde enflasyondaki olumlu gelişme sadece gıda grubu ile sınırlı kalmamış, mal ve hizmet kalemlerinin tamamında değişim oranlarının geçmiş yılların aynı dönem ortalamasının altında kaldığı görülmüştür (Grafik 5). Öte yandan, yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde yatay seyreden enerji fiyatları, son çeyrekte uluslararası petrol fiyatları ve döviz kuru gelişmeleri doğrultusunda artış kaydetmiştir.

**Grafik 4: Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı**



**Grafik 5: Gruplar İtibarıyla TÜFE**



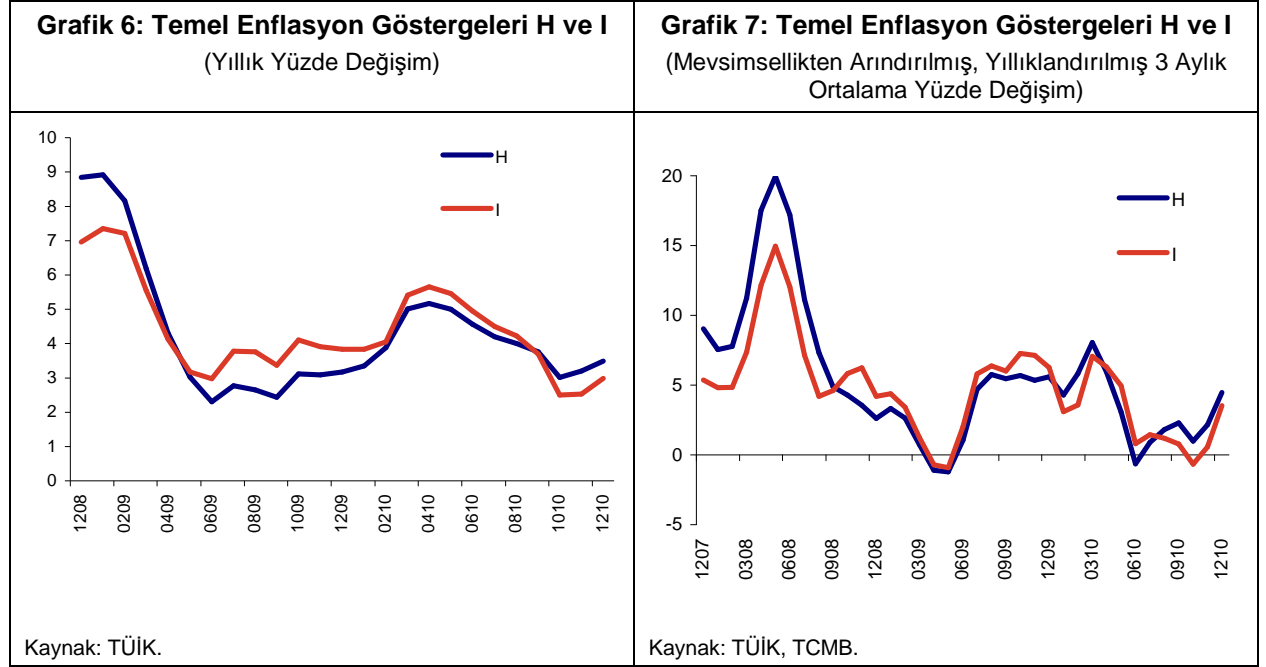
\*Temel Mallar: Gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın dışında kalan mallar.

\*\*Gıda ve Enerji: Gıda ve alkolsüz içecekler ile enerji.

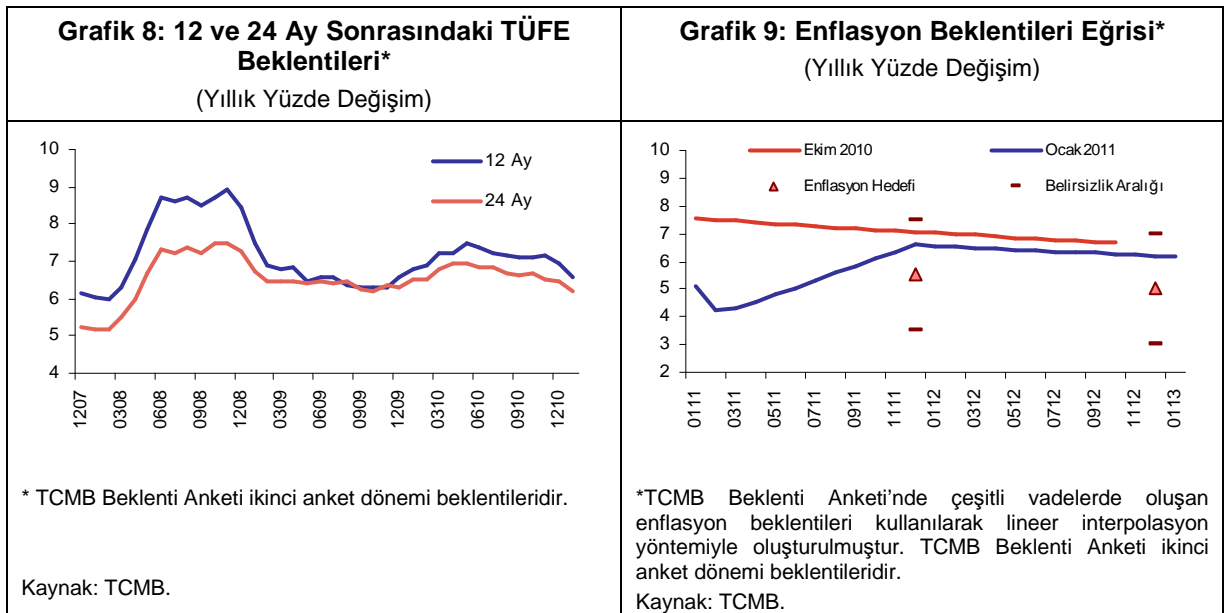
\*\*\*Tütün ve Altın: Alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Temel enflasyon göstergelerinin seyrine baktığımızda 2010 yılının son çeyreğinde yıllık artış oranının önceki çeyreğe kıyasla gerilediğini görmekteyiz (Grafik 6). Bu göstergelerde yılın son iki ayında sınırlı artışlar gözlenirse de, enflasyonun ana eğilimi orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmiştir (Grafik 7).



Tüm bu gelişmeler çerçevesinde, orta vadeli enflasyon beklentileri belirgin bir düşüş kaydetmiştir (Grafik 8). Yakın dönem enflasyon beklentileri bir önceki çeyreğe kıyasla yüksek bir oranda gerilerken, vade uzadıkça beklentilerdeki azalış daha sınırlı olmuştur. 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri, 2011 ve 2012 yıl sonları için belirlenen enflasyon hedeflerinin ima ettiği değerlerin üzerinde seyretmekle birlikte, aradaki farkın son çeyrekte bir miktar azaldığı dikkat çekmektedir (Grafik 9).



## **2. Para Politikası Uygulamaları**

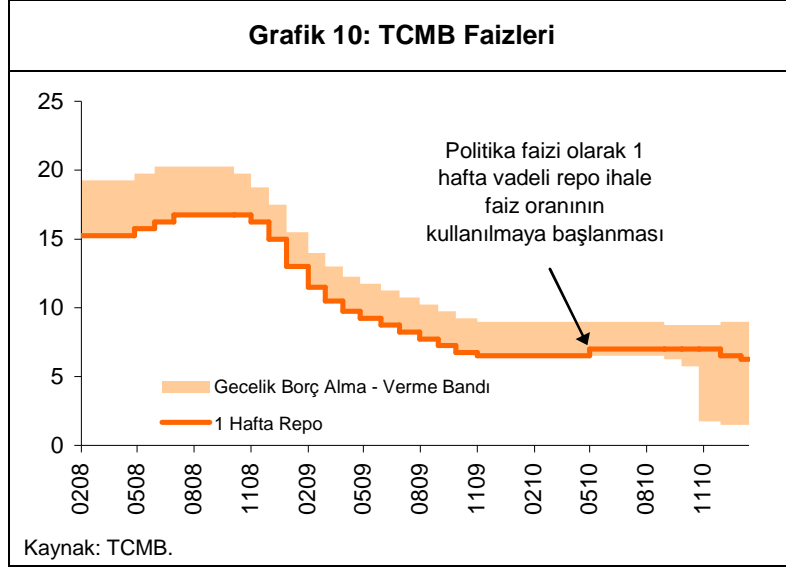
Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Enflasyon gelişmelerini kısaca değerlendirdikten sonra, geçtiğimiz dönemde izlemiş olduğumuz para politikası uygulamalarını da özetlemek istiyorum.

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, politika stratejimizde önemli değişiklikler yapmamızı 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 almamızı gerekli kılmıştır. Bu dönemde enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerle uyumlu seyretmesi, uyguladığımız para politikasının finansal istikrara odaklanmasına olanak tanımıştır.

Yeni para politikası stratejimiz, iç ve dış dengeyi bir arada sağlamak amacıyla birden fazla araçtan oluşan bir politika bileşiminin kullanılmasını öngörmektedir. Bu kapsamda gerek politika faiz oranını gerekse likidite yönetimi araçları ile zorunlu karşılık oranlarını, fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla birlikte kullanmaktayız. Bu çerçevede Para Politikası Kurulu olarak daha düşük politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru 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 çıktığı kanaatindeyiz.

Bu çerçevede son iki ayda aldığımız kararlarla politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürmüştük bulunmaktayız. Politika faizinde yaptığımız indirim ek olarak, gecelik borçlanma faizini de 450 baz puan indirerek yüzde 1,5 seviyesine çektik. Böylece, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasındaki koridoru genişletmek suretiyle kısa vadeli faizlerin konjunktürün gereğine göre daha dalgalı bir seyir izleyebilmesine olanak vermiş bulunmaktayız (Grafik 10). Bütün bu kararlarla bir taraftan kısa vadeli sermaye girişlerini uzun vadeye yönlendirmeyi, diğer taraftan Türk lirasının iktisadi temellerden kopuk eğilimler sergilemesini önlemeyi amaçladığımızı vurgulamak isterim.



Değerli Konuklar,

Yeni politika bileşimini belirlerken göz önünde bulundurduğumuz bir diğer husus, cari dengedeki bozulmaya önemli katkıda bulunan hızlı kredi genişlemesinin yavaşlatılması olmuştur. Bu çerçevede, bir taraftan kredi genişlemesini yavaşlatmak, diğer taraftan bankaların yükümlülüklerinin vadesini uzatmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını aktif bir politika aracı olarak kullanmaktayız. Aralık ayında zorunlu karşılık oranlarını, yansıda görüldüğü üzere, vadesi uzadıkça azalan bir biçimde farklılaştırarak ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranını belirgin olarak yükseltmiştik (Tablo 1). Ayrıca, bu düzenlemeyle, bankaların birbirleriyle ve bankamızla yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonların zorunlu karşılık kapsamına alınması suretiyle zorunlu karşılık tabanını genişletmiş bulunmaktayız. Son olarak, dün aldığımız kararla, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını, kısa vadeli mevduat/katılım fonu ve bunlar dışındaki diğer yükümlülükler için yeniden yükselttik. Böylelikle, yükümlülüklerin payı dikkate alınarak hesaplanan ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı, 23 Eylül'den itibaren aldığımız artırım kararlarıyla, yaklaşık 4,4 yüzde puanlık bir artış kaydetmiştir.



**Tablo 1: Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar**  
(Yüzde)

<i>Karar Tarihi</i>	<i>Vadesiz</i>	<i>1 aya kadar</i>	<i>3 aya kadar</i>	<i>6 aya kadar</i>	<i>1 yıla kadar</i>	<i>1 yıl ve daha uzun</i>	<i>Birikimli</i>	<i>Mevduat/katılım fonu dışı diğer*</i>	<i>Ağırlıklı Ortalama</i>
<b>16 Ekim 2009</b>	5	5	5	5	5	5	5	5	<b>5</b>
<b>23 Eylül 2010</b>	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	<b>5,5</b>
<b>12 Kasım 2010</b>	6	6	6	6	6	6	6	6	<b>6</b>
<b>17 Aralık 2010</b>	8	8	7	7	6	5	5	8	<b>7,4</b>
<b>24 Ocak 2011</b>	12	10	9	7	6	5	5	9	<b>9,4</b>

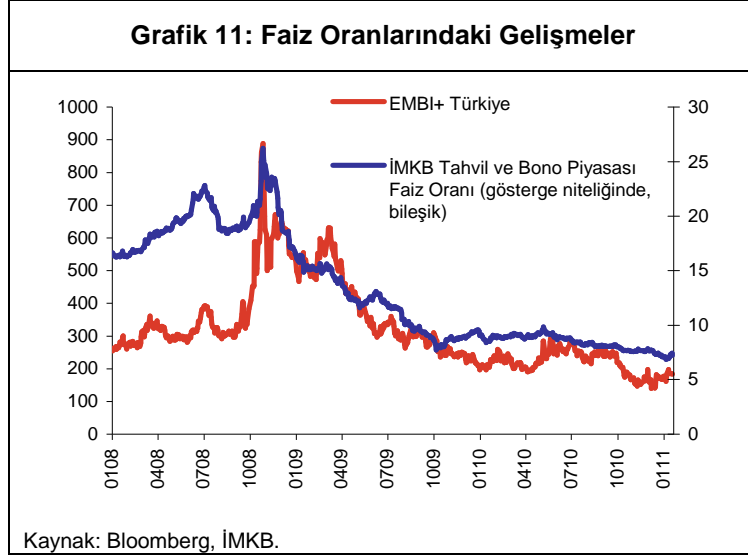
\*17 Aralık 2010 tarihli düzenlemeyle bankaların TCMB ve kendi aralarında yaptıkları hariç olmak üzere repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır.

Kaynak: TCMB.

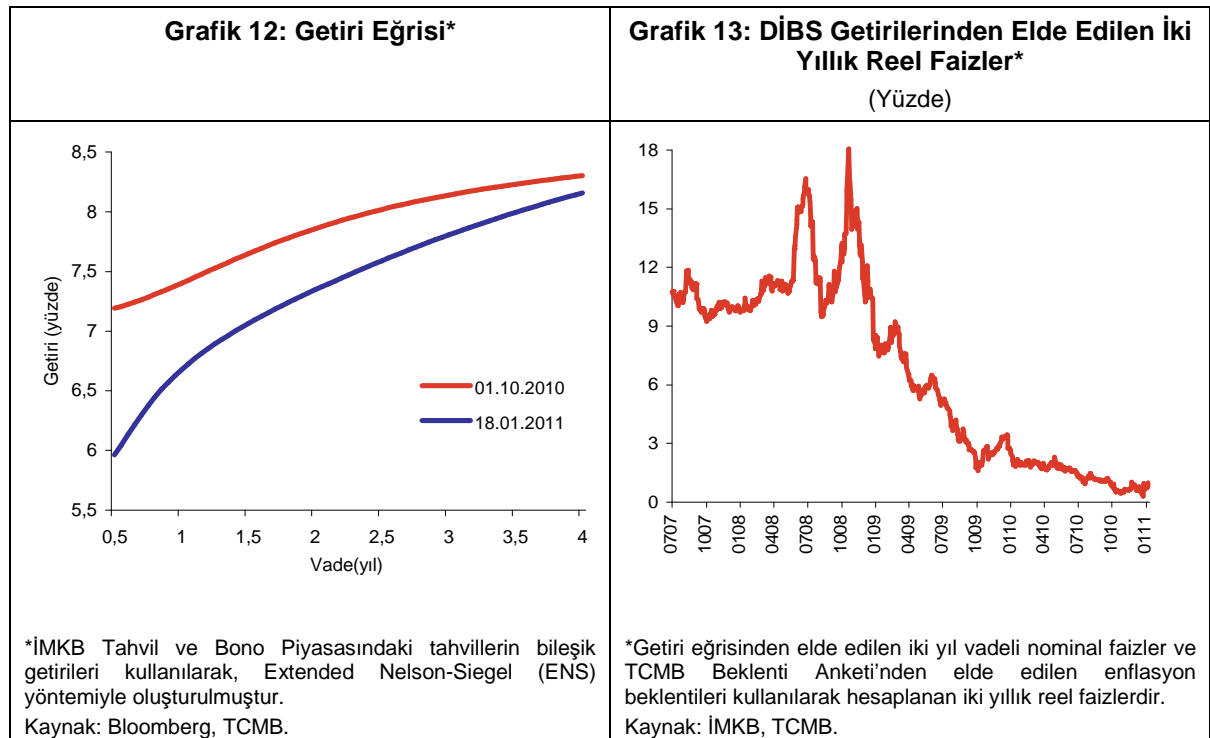
Bu noktada, zorunlu karşılıklara ilişkin son dönemde aldığımız kararların etkileriyle ilgili değerlendirmelerimizi sizlerle paylaşmak istiyorum. Zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin kredi piyasasını maliyet ve likidite kanalları üzerinden etkilemesi beklenmektedir. Söz konusu düzenlemelerle piyasadan toplam olarak yaklaşık 22,5 milyar Türk lirası çekilmiş olacaktır. Bu tutar, güncel veriler itibarıyla Türk lirası cinsinden mali kesim hariç kredilerin yaklaşık olarak yüzde 5,8'ine tekabül etmektedir. Zorunlu karşılıkların ağırlıklı ortalamasının artırılması yoluyla gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın, maliyet ve likidite kanalından faiz indirimlerinin genişletici etkisini fazlasıyla telafi edeceği kanaatindeyiz. Dolayısıyla, son dönemde aldığımız para politikası kararlarının net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olmasını beklemekteyiz.

Saygıdeğer Konuklar,

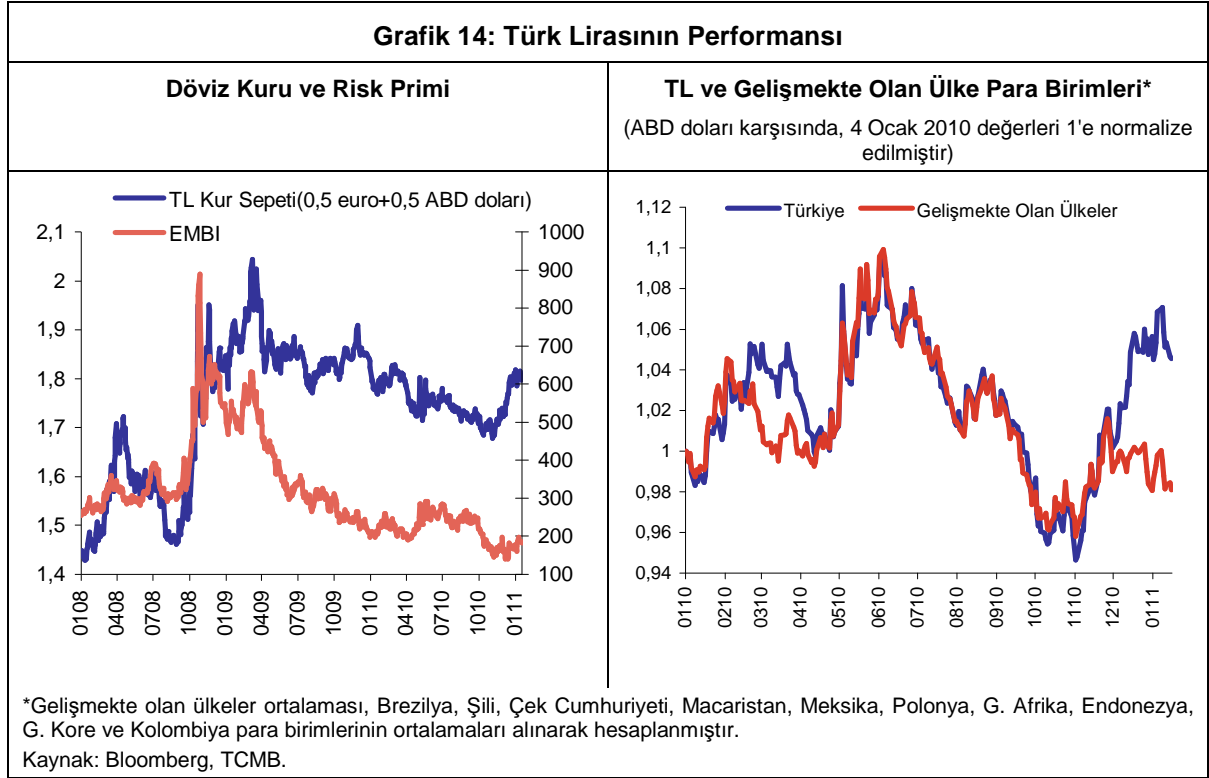
Yılın son çeyreğinde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, politika faizlerine ilişkin beklentilerin aşağı yönlü güncellenmesiyle birlikte piyasa faizlerinin de aşağı yönlü eğilimini sürdürdüğü gözlenmektedir. Bu doğrultuda, gösterge kıymetin faizi de tarihi olarak düşük seviyelerde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 11). Öte yandan, bu dönemde enflasyon beklentilerindeki aşağı yönlü eğilimin de piyasa faizlerindeki düşüşte etkili olduğunu düşünmekteyiz.



Yılın son çeyreğinde piyasa faizlerindeki düşüş kısa vadelerde daha belirgin olmuş, dolayısıyla getiri eğrisi önceki çeyreğe kıyasla dikleşmiştir. Son iki ayda aldığımız faiz indirim kararları kısa vadeli piyasa faizlerinin hızlı bir biçimde düşmesine katkıda bulunurken, uzun vadeli faizlerdeki düşüş daha sınırlı olmuştur. Öte yandan, bu dönemde küresel risk algılamalarındaki dalgalı seyre karşın, ülkemizde düşük faiz ortamının kalıcı olacağı beklentisinin yansımalarıyla, uzun vadeli faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde ve görece olarak istikrarlı seyretmeye devam etmiştir (Grafik 12). Nominal faizlerdeki gelişmeler reel faizlere de yansımış, orta vadeli reel faizler tarihsel olarak en düşük seviyelerinde seyretmeye devam etmiştir (Grafik 13).

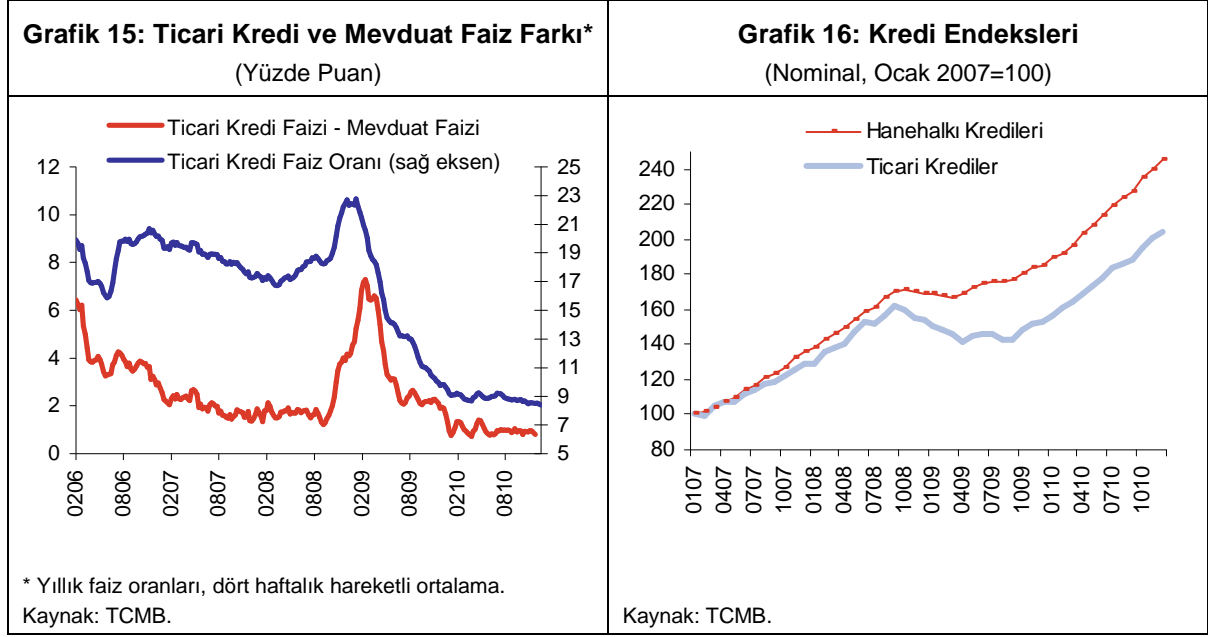


Öte yandan, kriz sonrası süreçte gelişmekte olan ülke para birimleri genel eğilimine paralel hareket eden Türk lirası, son dönemde farklı bir seyir izleyerek görece değer kaybı yaşamıştır. Bu gelişmenin, politika faizinde indirimlerin gündeme geldiği Aralık ayında başladığı ve faiz indirimlerinin ardından belirginleştiği görülmektedir (Grafik 14).



Değerli Konuklar,

2010 yılı son çeyreğinde küresel ölçekte devam etmekte olan düşük faiz ortamı, 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 15). Gerek kredi faizlerinin düşük seyri gerekse kredi riski göstergelerindeki iyileşmenin etkisiyle kredi hacmindeki hızlı artış sürmüştür (Grafik 16). Alt kalemler bazında incelediğimizde, gerek hanehalkına açılan kredilerin gerekse ticari kredilerin hızla artmaya devam ettiğini görmekteyiz. Bu noktada, önümüzdeki dönemde kredilerin yakından izlenmesinin ve ortaya çıkabilecek makro finansal risklerin sınırlandırılmasının büyük önem taşıdığını bir kez daha vurgulamak isterim.



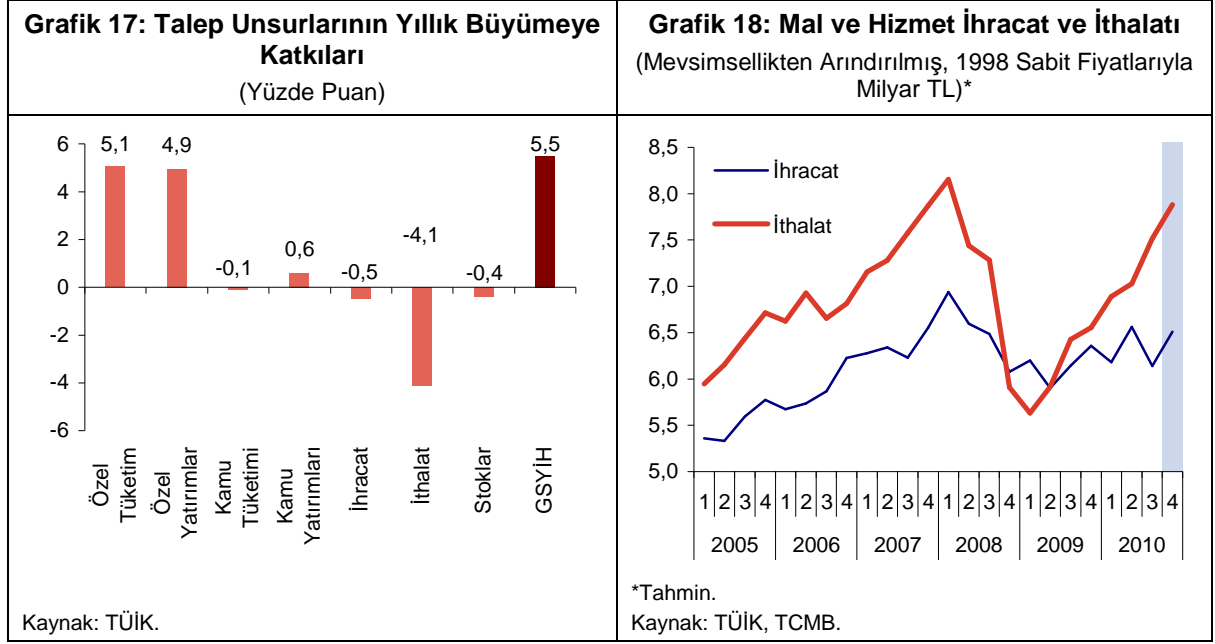
Özetlemek gerekirse, yılın son çeyreğinde parasal ve finansal koşullar iktisadi faaliyeti destekleyici yönde kalmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, kredi kanalının tüketim ve yatırım talebi üzerindeki genişletici etkisi sürmüştür.

### 3. Enflasyon ve Para Politikası Görünümü

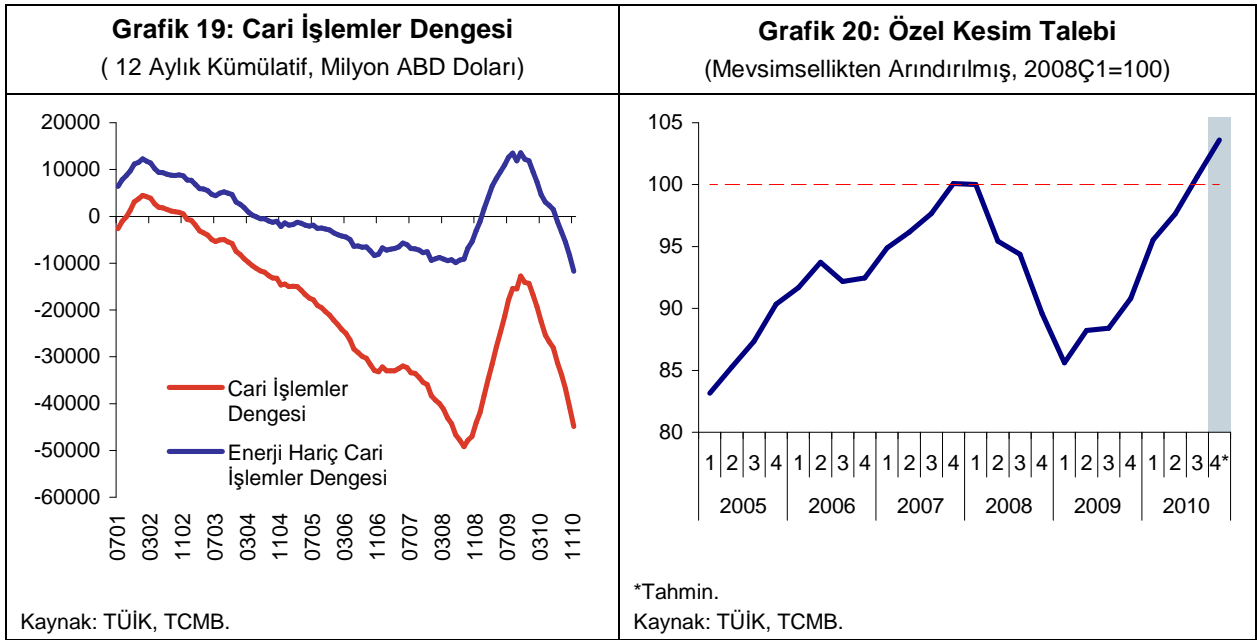
Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Para politikası duruşumuzu ve bu duruşumuzun finansal piyasalar üzerindeki etkilerini bu şekilde özetledikten sonra, şimdi tahminlerimize temel oluşturan iktisadi görünüme ve diğer varsayımlarımıza değineceğim.

2010 yılının üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan milli gelir verileri, Ekim Enflasyon Raporu'nda ortaya koyduğumuz görünümle uyumlu seyretmiştir. Avrupa ekonomilerinde Mayıs ayından itibaren derinleşen sorunların etkisiyle üçüncü çeyrekte Gayri Safi Yurt İçi Hasıla'nın büyüme hızı yavaşlayarak geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 5,5 oranında artış kaydetmiştir (Grafik 17). Üçüncü çeyrek yıllık büyümesine en yüksek katkıyı tüketim ve yatırım kaynaklı olmak üzere özel kesim talebi yapmıştır. Buna karşılık, ihracattaki daralma ve ithal mallar talebindeki ivmelenmeye bağlı olarak net dış talep yıllık büyümeye olumsuz katkı yapmıştır. Böylelikle, toparlanma hızları itibarıyla iç ve dış talebin krizden çıkış sürecinde sergilediği ayrışma daha belirgin hale gelmiştir (Grafik 18).



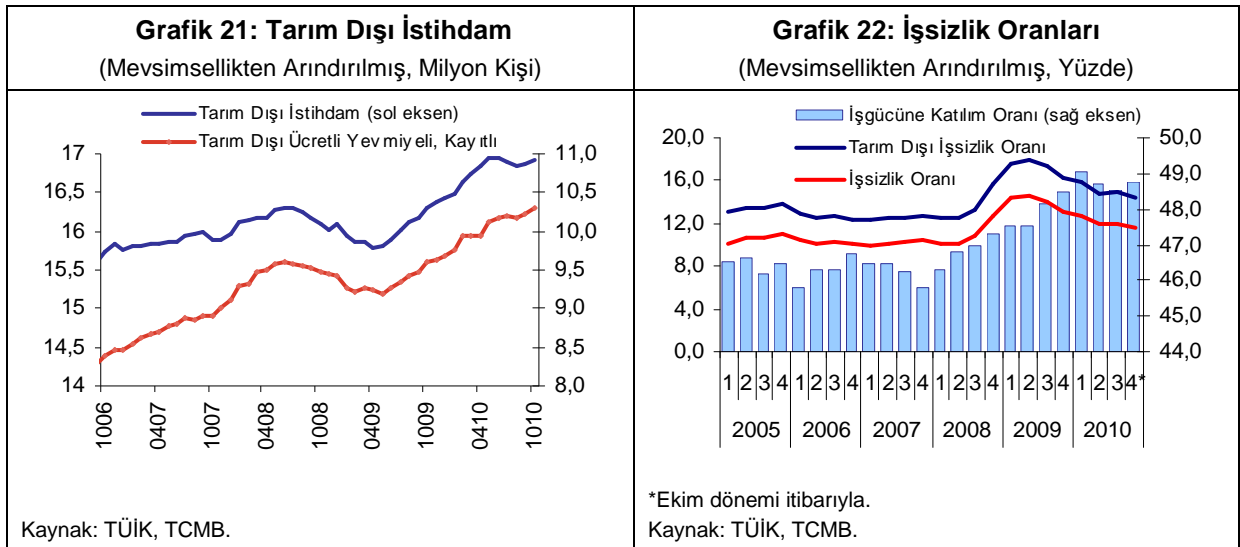
Son döneme ilişkin veriler, iktisadi faaliyette üçüncü çeyrekte gözlenen yavaşlamanın geçici olduğuna işaret etmektedir. İktisadi faaliyetin kompozisyonuna baktığımızda ise iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın son çeyrek itibarıyla devam ettiği gözlenmektedir. Gerek kredi genişlemesindeki hızlanma gerekse önceki çeyrekte Türk lirasında gözlenen güçlü seyrin gecikmeli etkileri, son çeyrekte ithal mallara yönelik yurt içi talebin hızlanmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda cari dengedeki bozulma eğilimi devam etmiştir (Grafik 19).



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 sürdürmüştür (Grafik 20).

İç talepteki güçlü artışlar sonucunda iktisadi faaliyetin toparlanmaya devam etmesi istihdam koşullarının kademeli olarak iyileşmesini sağlamaktadır. Tarım dışı istihdamdaki hızlı toparlanmanın 2010 yılının üçüncü çeyreğinde duraksadığı gözlene de, öncü göstergeler bu durumun kalıcı olmadığına işaret etmektedir (Grafik 21). Bununla birlikte, işgücüne katılım oranlarının yüksek seyri nedeniyle işsizlik oranlarının bir müddet daha kriz öncesine kıyasla yüksek seviyelerde seyretmesini beklemekteyiz (Grafik 22). Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde birim işgücü maliyetleri üzerinde belirgin bir baskı hissedilmeyeceğini tahmin ediyoruz.



Özetle, yılın son çeyreğinde parasal koşullar yurt içi talebi desteklemeye devam etmiştir. Bu dönemde tüketim ve yatırım harcamalarının giderek güçlenmesiyle özel kesim talebindeki toparlanma hızlanmış, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği destek Ekim Enflasyon Raporu'nda öngördüğümüze kıyasla azalmıştır. Bununla birlikte, son dönemde aldığımız politika tedbirlerinin önümüzdeki dönemde yurt içi talebi daha ılımlı bir büyüme patikasına getireceğini tahmin ettiğimizi vurgulamakta fayda görüyorum.

Değerli Konuklar,

Tahminlerimizi oluştururken, maliye politikası tarafında Ekim Enflasyon Raporu'nda olduğu gibi Orta Vadeli Program (OVP) projeksiyonlarını temel almış bulunmaktayız. 2010 yılının son çeyreğinde iktisadi faaliyetin öngörülenin üzerinde seyretmesi sonucu vergi gelirlerinde ortaya çıkan ek artışların önemli bir bölümünün harcanması,

çıkı açığını sınırlı bir miktar da olsa yukarı yönlü güncellememize neden olmuştur. Bununla birlikte, bütçe dengesinin büyük ölçüde OVP hedefleri doğrultusunda gelişmesi nedeniyle orta vadede maliye politikası görünümünde kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır. Dolayısıyla, tahminlerimizi üretirken, faiz dışı harcamaların milli gelire oranının kademeli olarak gerilemeye devam ettiğini, bu çerçevede, tahmin ufku boyunca kamu borcunun milli gelire oranındaki düşüşün sürdüğünü ve risk priminde önemli bir değişimin olmadığını varsaydık. Ayrıca, vergi ayarlamalarının enflasyon hedefleri ve otomatik fiyatlama mekanizmaları ile uyumlu olacağı bir çerçeveyi esas aldığımızı belirtmek istiyorum.

Değerli Basın Mensupları,

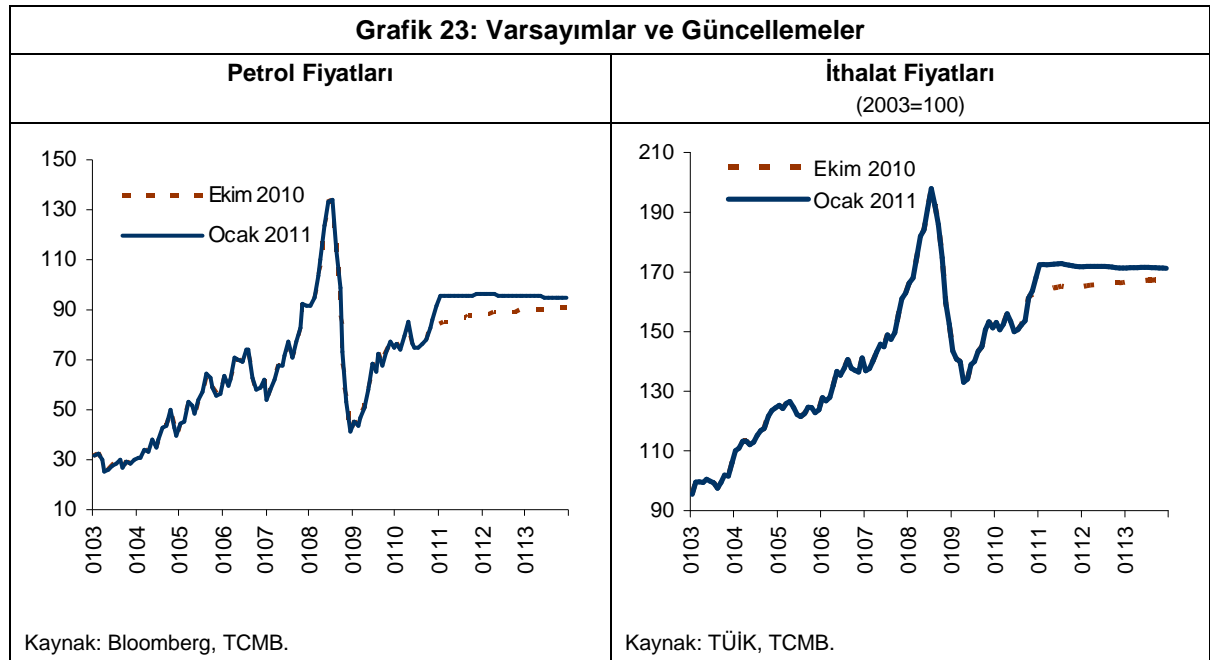
Şimdi sizlere enflasyon tahminlerimiz üzerinde etkili olan varsayımları sunacağım. Ekim Enflasyon Raporu'nu yayımladığımız dönemden bu yana, tahminlerimize temel oluşturan varsayımlarımızı güncellememizi gerektiren bazı gelişmeler ortaya çıkmıştır. Tahminlerimizin daha iyi anlaşılması için önem taşıyan bu unsurları sizlerle detaylı olarak paylaşmak istiyorum.

Ekim Enflasyon Raporu'nda gıda fiyatlarının yıllık artış oranının 2010 sonunda yüzde 10,5 olarak gerçekleştiğinden sonra kademeli olarak gerileyerek 2011 sonunda yüzde 7 düzeyine düşeceğini ve tahmin ufku boyunca bu seviyelerde seyredeceğini varsaymıştık. Konuşmamın başında da belirttiğim gibi, 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 etkilerini göz önüne alarak yüzde 7 düzeyindeki gıda enflasyonu varsayımımızı yüzde 7,5 seviyesine yükselttik (Tablo 2). Bu gelişmenin 2011 yılı enflasyon tahminlerimiz üzerindeki etkisi yaklaşık 15 baz puan civarında olmuştur.

**Tablo 2: 2011 Yılı Varsayımlarındaki Güncelleme**

	Ekim 2010 ER	Ocak 2011 ER
<b>Gıda fiyatları</b> (Yıllık Yüzde Değişim)	7	7,5
<b>Petrol Fiyatları</b> (Yıllık Ortalama, ABD doları)	85	95
<b>İthalat fiyatları</b> (Yıllık Ortalama Yüzde Değişim)	6,1	10,9

Ekim Enflasyon Raporu'nda petrol fiyatlarının 2011 yılında 85 ABD doları, 2012 yılı ve sonrası için ise 90 ABD doları olarak gerçekleşeceğini varsaymıştık. Bunun yanı sıra, tahmin ufku süresince ithalat fiyatlarının kademeli artışlar sergileyeceği ve 2011 yılında ortalama olarak yüzde 6,1 oranında artış göstereceği bir görünümü esas almıştık. Gerek gelişmiş ülkelerde niceliksel genişleme politikalarının devam etmesi, 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 fiyatlarını dikkate alarak petrol fiyatı varsayımımızı 2011 ve sonrası için 95 ABD dolarına güncelledik (Tablo 2). Ayrıca, yine vadeli emtia fiyatlarını göz önüne alarak, ithalat fiyatlarının 2011 yılında yüzde 10,9 civarında bir artış göstereceğini varsaymış bulunmaktayız (Grafik 23). Varsayımlarımızdaki bu değişiklikler 2011 yıl sonu enflasyon tahminlerimizi yaklaşık 35 baz puan yukarı yönlü güncellememize neden olmuştur.



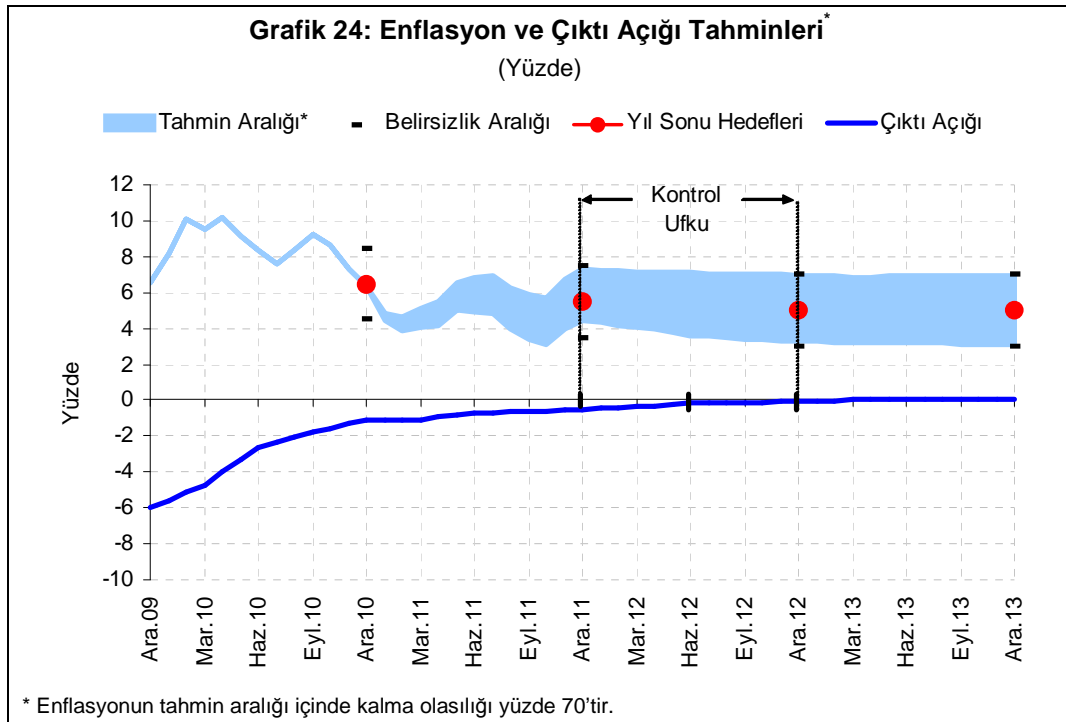
Değerli Basın Mensupları, Saygıdeğer Konuklar,

Merkez Bankası olarak, 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçtiğimiz dönemden bu yana orta vadeli enflasyon tahminlerimizi kamuoyu ile paylaşmakta ve enflasyon görünümünü oluştururken politika faizine dair niteliksel bir perspektif vermekteyiz. Konuşmamda daha önce de belirttiğim gibi mevcut konjunktürde finansal istikrarın fiyat istikrarı ile bir arada gözetilmesinin gerekliliği, para politikasında araç çeşitliliğine gitmemizi gerektirmiştir. Bu çerçevede, politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılıklar ve



likidite yönetimi gibi araçlardan oluşan bir politika bileşimini kullanmaya başlamış bulunmaktayız. 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 kanaatindeyiz. Bu nedenle mevcut Rapor'da enflasyon tahminlerimizi sunarken politika bileşiminin net etkisine dair öngörülerimizi paylaşacak, ancak, bileşimin alt kalemleri ile ilgili somut bir patika vermeyeceğiz.

Şimdi sizlerle, bu noktaya kadar çizmiş olduğum çerçeve doğrultusunda ürettiğimiz enflasyon ve çıktı açığı tahminlerimizi paylaşacağım. Politika bileşiminin 2011 yılının kalanında sınırlı bir ek parasal sıkılaştırma sağlayacak şekilde değiştirildiği varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2011 yılı sonunda orta noktası yüzde 5,9 olmak üzere yüzde 4,5 ile yüzde 7,3 aralığında, 2012 yılı sonunda ise orta noktası yüzde 5,1 olmak üzere yüzde 3,3 ile 6,9 aralığında gerçekleşeceğini tahmin etmekteyiz. Enflasyonun orta vadede ise yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağını öngörmekteyiz (Grafik 24).

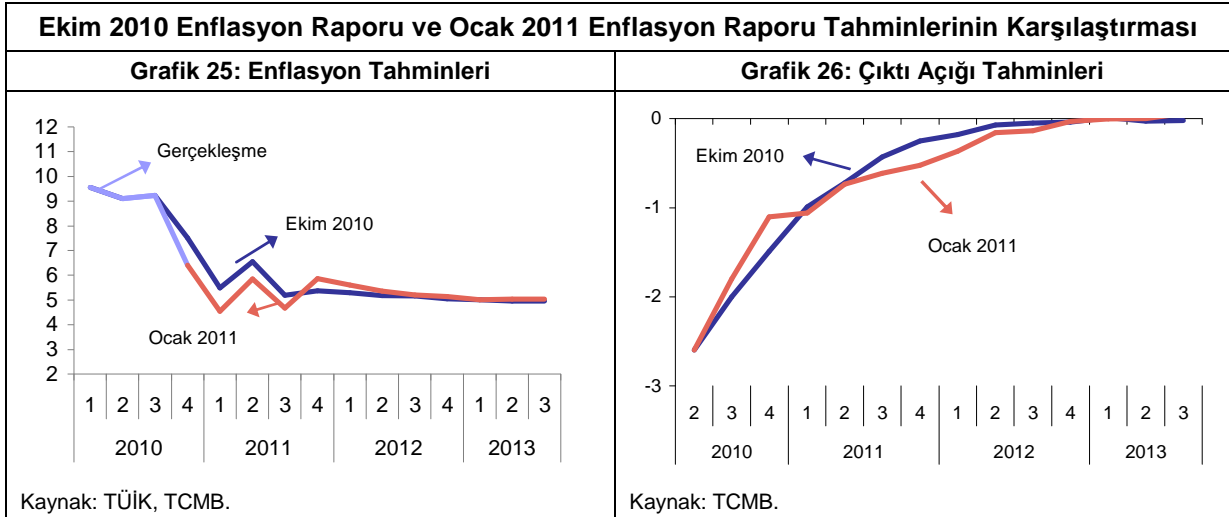


Sonuç olarak, güncellenen tahminlerimiz, 2011 yılı içinde sınırlı bir parasal sıkılaştırma yapılarak kredi genişleme hızının yüzde 20-25 civarına düşürüldüğü bir senaryo altında enflasyonun 2011 yılı sonunda hedefe yakın gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Bu noktada, bugünkü bilgilerimizle 2011 yılı içinde uygulamayı öngördüğümüz parasal sıkılaştırmanın bir çok farklı bileşimle gerçekleştirilebileceğini

vurgulamak isterim. 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 senaryomuzda politika bileşiminin krediler ve iç talep üzerindeki net etkisinin sıkılaştırıcı yönde olmasını planladığımızı bir kez daha hatırlatmak isterim.

Değerli Basın Mensupları,

Tahminlerimizdeki değişikliklerin daha iyi anlaşılması için, tahminlerimizin önceki Rapor dönemiyle karşılaştırılarak incelenmesinin yararlı olduğunu düşünmekteyiz. Biraz önce de belirttiğim gibi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı düşüş kısa dönemli enflasyon tahminlerimizi bir önceki rapora göre aşağı çekmemizi de beraberinde getirirken, petrol ve diğer emtia fiyatları varsayımlarımızdaki yukarı yönlü güncelleme 2011 yıl sonu enflasyon tahminlerimizi yükseltmemize neden olmuştur (Grafik 25). Çıktı açığında ise 2010 yılının son çeyreği için sınırlı miktarda yukarı yönlü güncelleme yaptık (Grafik 26). Öte yandan, parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini göz önüne alarak, çıktı açığının bir önceki rapora kıyasla daha yavaş kapandığı bir çerçeveyi esas aldık.



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 düşeceğini, sonrasında ise bir müddet dalgalı bir seyir izleyeceğini tahmin etmekteyiz. Emtia fiyatlarındaki artışların etkisinin ortadan kalkmasıyla, enflasyonun 2012 yılının ortaları itibarıyla yüzde 5 düzeyindeki orta vadeli hedeflere ulaşacağını öngörmekteyiz.

Bu noktada, açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikası duruşunun değiştirilmesine neden olabileceğini bir kez daha vurgulamak istiyorum. Dolayısıyla, tahminlerimizi oluştururken 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 stratejilerine değinmek istiyorum.

Orta vadeli tahminlerimizin 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 belirlenmesini öngörmekteyiz. 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 uyguladığımız parasal sıkılaştırmanın krediler üzerindeki etkisinin yakın dönemde görülmeye başlayacağını tahmin etmekteyiz. Bununla birlikte, uyguladığımız para politikası bileşiminin etkisinin boyutu ve zamanlaması, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere bağlı olarak farklılaşabilecektir. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde aldığımız tedbirlerin etkilerini yakından takip edeceğimizi, zaman içinde kredilerin büyüme hızının veya enflasyonun arzu edilen görünümünden farklılaşacağını değerlendirmemiz halinde ilave tedbirler alacağımızı ifade etmek isterim.

Küresel ekonomiye ilişkin gelişmeler, yurt içi enflasyon ve para politikasının görünümü açısından belirleyici konumunu korumaktadır. Mevcut konjonktürde Merkez Bankası olarak fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözeten bir bakış açısıyla birden fazla araç kullanmaktayız. Bu nedenle, küresel iktisadi gelişmeler, önceki dönemlerden farklı olarak, uyguladığımız politikanın sadece yönünü değil aynı zamanda bileşimini de etkileyecektir. Bu çerçevede, küresel ekonomiye ilişkin riskleri toplam talebin büyüme hızının yanı sıra kompozisyonuna ilişkin görünümü yönünden de değerlendireceğimizi belirtmek isterim.

Değerli Konuklar,

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 bileşimini uzun süre uygulayabileceğimizi belirtmek isterim. Küresel ekonomideki sorunların daha da derinleşmesi ve yurt içi iktisadi faaliyetin durgunluk sürecine girmesi halinde ise bütün politika araçlarını genişletici yönde kullanmamız söz konusu olacaktır.

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 öngördüğümüze kıyasla daha güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidebileceğiz. Bununla birlikte, uygulayacağımız politika

bileşiminin dış talep, sermaye akımları ve kredi genişlemesinin görünümüne göre farklılaşabileceğini belirtmek isterim.

Merkez Bankası olarak para politikasını oluştururken maliye politikasına ilişkin gelişmeleri yakından takip etmeye devam edeceğiz. Mevcut konjunktürde 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 tahminlerimizi üretirken kamu maliyesinde OVP hedeflerini esas almış bulunmaktayız. Mali duruşun bu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşumuzun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.

Önümüzdeki dönemde para politikası fiyat istikrarının kalıcı olarak tesis edilmesine odaklanmaya devam edecektir. Bunu yaparken Bankamız ve ilgili kurumlarca finansal istikrara yönelik olarak alınan önlemlerin enflasyon görünümü üzerindeki etkilerini de dikkatle değerlendireceğiz. 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 adımların büyük önem taşıdığını bir kez daha hatırlatarak konuşmama son veriyor ve katılımınız için hepinize teşekkürlerimi sunuyorum.