

## PARA POLİTİKASI KURULU TOPLANTI ÖZETİ

Toplantı Tarihi: 18 Nisan 2007

### *Enflasyon Gelişmeleri*

1. Mart ayında tüketici fiyatları yüzde 0,92 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 10,86 oranına yükselmiştir. Yılın ilk çeyreğindeki birikimli enflasyonun yüksek seyretmesinde temelde meyve ve sebze fiyatlarındaki yüksek artışlar ile tütün ürünlerinde vergi ayarlamasından kaynaklanan fiyat artışları belirleyici olmuştur. Tütün ürünleri fiyat artışı, toplam tüketici enflasyonu üzerinde yıllık bazda 0,5 puanlık bir etki oluşturmuştur. Mart ayında işlenmemiş gıda ürünlerinin yıllık enflasyonunda düşüş görülse de bu gelişmede sebze ve meyve fiyatlarından ziyade diğer işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gerileme etkili olmuştur. İşlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının yılın ilk üç ayında, sebze ve meyve fiyatlarında mevsimsel eğiliminin üzerinde gerçekleşen artışlar ile yüzde 11,74 oranında artması, bu gruptaki fiyat gelişmelerine ilişkin risklerin önemini koruduğuna işaret etmektedir.
2. Uluslararası petrol piyasasında yaşanan gelişmeler paralelinde Mart ayında akaryakıt ürünleri fiyat artışı hızlanırken, konut grubu içindeki enerji kaleminin yıllık fiyat artışı gerilemiştir. Enerji grubunun ilk çeyrek artışının geçen yıla kıyasla daha düşük bir oranda gerçekleştiği görülmektedir.
3. Yılın ilk üç ayında, mal grubunda yıllık enflasyon yükselmiştir. Bu gelişmede 2006 yılının ilk çeyreğinde YTL'nin güçlenmesine paralel olarak özellikle dayanıklı tüketim malı fiyatlarında gerçekleşen düşüşün oluşturduğu baz etkisi belirleyici olmuştur. Ayrıca, giyim fiyatlarında bu yılın ilk üç aylık döneminde indirim geçen yılın altında kalması da mal grubunda yıllık enflasyonun yükselmesinde etkili olmuştur. Bu gelişmeler, yılın ilk çeyreğinde özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin yıllık artışının da yükselmesinde etkili olmuştur.
4. Hizmetlerde ise bazı alt grupların fiyat artış hızında sınırlı bir yavaşlama gözlenmekle birlikte, genel fiyatlama davranışında henüz kayda değer bir iyileşme olmamıştır. İç talepteki yavaşlamanın gecikmeli olarak hizmet fiyatları üzerinde etkili olması beklenmektedir.
5. 2006 yılı içinde ortaya çıkan arz yönlü şokların oluşturduğu yüksek baz etkisinin ortadan kalkması ve Mayıs sonrasında meydana gelen döviz kurundaki

değer kaybının fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflamasıyla enflasyondaki düşüş eğiliminin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği öngörülmektedir.

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

6. Para Politikası Kurulu (Kurul), son dönemde açıklanan iktisadi faaliyete ilişkin verilerin Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu olduğu değerlendirilmiştir.
7. Özel kesim tüketim talebindeki yavaşlama devam etmektedir. 2007 yılının ilk çeyreğinde mevsimsellikten arındırılmış verilerle otomotiv ve beyaz eşya satışlarında gerilemenin sürmesi, dayanıklı tüketim malları talebinin özel tüketim harcamalarını kısıtlayıcı etkisinin devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketim harcamalarına yönelik bir diğer gösterge olan tüketici kredilerindeki seyir de benzer bir görünümü destekler niteliktedir. Taşıt kredilerindeki gerileme devam ederken tüketici kredilerinin diğer alt kalemlerinin artış oranlarında, 2006 yılının ikinci yarısına kıyasla bir hızlanma görülmemektedir. Bu gelişmelerin yanında 2006 yılının ilk yarısındaki yüksek baz etkisi de dikkate alındığında, 2007 yılının ilk yarısında özel tüketim harcamalarında yıllık olarak önemli bir artış beklenmemektedir.
8. Dış talep gücünü korumaktadır. İhracattaki güçlü performansın devam etmesi iç talepteki yavaşlamanın büyüme üzerindeki etkilerini sınırlamaktadır. İhracat miktar endeksindeki artış, 2007 Ocak-Şubat döneminde de ithalat miktar endeksinin üzerinde kalmaya devam etmiştir. Mart ayı ve Nisan ayına ilişkin öncü veriler ise ihracattaki güçlü performansın devam ettiğine işaret etmektedir.
9. Yatırım harcamalarında son dönemde 2006 yılının son çeyreğine göre önemli bir değişim gözlenmemektedir. 2007 yılının Ocak-Şubat döneminde sermaye malları ithalatı mevsimsellikten arındırılmış verilerle 2006 yılının son çeyreğine göre artarken hafif ticari araçlar kaynaklı olmak üzere ticari araç satışları gerilemiştir. Elektrikli makine ve cihazlar sektörü üretimi ise 2006 yılının dördüncü çeyreğindeki seviyelerinde seyretmektedir. Bununla birlikte, yapı ruhsatları istatistikleri, inşaat yatırımlarının yüksek bir oranda artmaya devam edeceğine işaret etmektedir.
10. Sanayi üretim endeksi, 2007 yılının Ocak-Şubat döneminde, 2006 yılının Ocak ayındaki gerilemenin oluşturduğu baz etkisiyle yıllık olarak yüksek bir oranda artmıştır. Ancak, mevsimsellikten arındırılmış veriler sanayi üretiminde bir hızlanmaya işaret etmemektedir. İhracattaki olumlu performansın devamı sanayi üretimindeki artışı desteklerken, iç talepteki durgunluk sanayi üretimini kısıtlamaktadır. Mart ayında da ihracatın yüksek bir oranda artması, sanayi üretiminin Ocak-Şubat dönemi kadar yüksek bir oranda olmasa da, Mart ayında da artışını sürdürdüğüne işaret etmektedir. Nisan-Haziran döneminde ise baz

etkisi nedeniyle sanayi üretiminde geçici olarak düşük büyüme oranları görülebilecektir.

11. Özet olarak, yılın ilk yarısında güçlü dış talebin büyümeyi desteklemeye devam edeceği ancak iç talepteki yavaşlamaya paralel olarak toplam talepte bir ivmelenme olmayacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin süreceği düşünülmektedir.
12. Son açıklanan veriler, hizmetler sektörü istihdamının artış hızında 2006 yılının ikinci yarısında başlayan yavaşlama eğiliminin korunduğunu göstermektedir. Hizmet sektörü istihdamındaki bu eğilim, ekonomik faaliyette görülen ölçülü yavaşlama ile uyumlu bir görünüm arz etmektedir. Bunun yanında, sanayi üretimindeki güçlü seyir ihracat destekli olarak sürerken sanayi istihdamının artışında 2006 yılının son çeyreğine kıyasla bir miktar yavaşlama görülmesi, verimlilik artışlarının devam ettiğine işaret etmektedir.
13. Ham petrol fiyatlarında son dönemde gözlenen yükseliş dikkat çekicidir. Aynı dönemde diğer emtia fiyatlarında da artışlar gözlenmesi ithalat girdi maliyetlerinin enflasyon üzerinde oluşturduğu riskleri artırmaktadır. Ham petrol ve diğer emtia fiyatlarının ulaştığı yüksek seviyeler, söz konusu fiyat hareketlerinin yakından takip edilmesi gereğini ortaya koymaktadır.
14. Son dönemde 2007 yıl sonu enflasyon beklentileri sınırlı bir artış göstermiştir. Bu gelişmede, temelde 2007 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesi etkili olmuştur. Buna rağmen, orta vadeli enflasyon beklentilerinde bozulma gözlenmemesi, enflasyondaki yükselişin kalıcı olarak algılanmadığına işaret etmektedir. Ancak, Kurul, orta vadeli enflasyon beklentilerinin halen hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesini fiyatlama davranışlarına ilişkin bir risk unsuru olarak değerlendirmektedir.

### ***Para Politikası ve Riskler***

15. Özel tüketim talebinde 2006 yılının ikinci yarısında başlayan yavaşlamanın 2007 yılının ilk çeyreğinde de devam etmesi, yavaşlamanın sadece 2006 Mayıs-Haziran dönemindeki dalgalanmadan kaynaklanmadığına ve para politikası aktarım mekanizmasının önemli ölçüde işlemeye başladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, özel kesim tüketim talebindeki yavaşlamada, risk algılamalarındaki dönemsel artış nedeniyle ekonomik birimlerin harcamalarında ihtiyatlı davranmalarının katkısının da olduğu belirtilmelidir.
16. Son dönemde iç piyasadaki likiditenin artış eğiliminde olması ve dış borçlanma imkanlarının iyileşmesi, kredi arz koşullarını olumlu etkilemiştir. Bir yandan Hazine'nin yüksek seyreden nakit varlıkları sayesinde borç çevirme oranını yüksek tutma ihtiyacının düşmesi, diğer yandan Merkez Bankası'nın döviz alım

ihaleleriyle piyasaya YTL arzını sürdürmesi, piyasadaki likiditenin artışına katkıda bulunan etkenlerdir. Bunun yanında, yabancı finansal kuruluşların YTL tahvil ihraçlarının olumlu seyretmesi de bankaların yurt dışından YTL cinsi borçlanma imkânlarına katkıda bulunan bir diğer unsur olmuştur. Ayrıca, yurt dışında yerleşiklerin DİBS portföylerini artırmaya devam ettikleri gözlenmektedir. Tüm bu gelişmeler beraber değerlendirildiğinde bankaların krediye dönüştürülebilir fonlarının artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

17. Kredi arzı koşullarındaki görece iyileşmeye rağmen, Merkez Bankası'nın temkinli duruşunun da katkısıyla kredi faizlerinin yüksek seyretmesi, kredi talebini sınırlamaya devam etmektedir. Kredi faizleri, son dönemde azalış göstermesine rağmen 2006 yılının ilk yarısı ile kıyaslandığında halen yüksek seviyelerdedir. Bu çerçevede, faiz oranları daha düşük seviyelere inmediği sürece kısa vadede tüketici kredilerinde yeni bir ivmelenme beklenmemektedir.
18. Kurul, Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda yer alacak olan enflasyon projeksiyonlarını gözden geçirmiş ve Ocak ayı Enflasyon Raporu dönemi ile kıyaslandığında enflasyonun görünümünü güncellemeyi gerektiren bazı gelişmeler olduğu değerlendirmesini yapmıştır. Bu gelişmeler şöyle özetlenebilir:
19. Öncelikle, 2006 yılı büyümesinde yapılan revizyonlar gözönüne alınarak 2006 yılındaki talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı gecikmeli katkıların Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ifade edilenden bir miktar daha düşük olabileceği değerlendirilmiştir. İkinci olarak, 2007 yılının ilk çeyreğinde işlenmemiş gıda fiyatlarında beklenen düzeltme hareketinin henüz gözlenmediği ve tütün ürünleri fiyatlarında vergi ayarlaması kaynaklı yükselişlerin gerçekleştiği not edilmiştir. Ayrıca hizmet fiyatlarının eğiliminde bir miktar iyileşme görülse de yıllık hizmet enflasyonundaki düşüşün öngörülenden yavaş olduğu değerlendirilmiştir. Son olarak, petrol fiyatlarındaki artışlar gözönüne alınarak petrol fiyatlarına dair varsayımlar yukarı yönde güncellenmiştir. Bu çerçevede yıllık enflasyona ilişkin tahminler bir miktar yukarı yönde güncellenmiştir.
20. Yukarıda özetlenen güncellemeler orta vadeli görünümün hedeflerle uyumu açısından, para politikasında 2007 Ocak Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir duruşun gerekebileceğine işaret etmiştir. Kurul, enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması ve geçmişe dönük fiyatlama davranışının sürmesi, petrol fiyatlarındaki yükseliş, belirsizlik algılamalarının devam etmesi ve hizmet fiyat enflasyonuna ilişkin riskleri gözönüne alınarak para politikasındaki temkinli duruşun 2007 Nisan Enflasyon Raporu'nda belirtilen doğrultuda güçlendirilmesine karar vermiştir.
21. Kurul, yapısal reform sürecindeki gelişmelerin, gelirler politikasındaki ayarlamaların ve kamu kesimi faiz dışı harcamalarının enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki olası yansımalarını dikkatle değerlendirmektedir. Bu

çerçeve de Kurul, orta vadede enflasyon hedefine ulaşılması için para politikasında sıkı duruşun devam etmesinin gerektiği değerlendirmesini yapmıştır.

22. Para politikasının sıkı duruşunu koruduğu bir çerçevede, enflasyonu etkileyen temel unsurlar bir arada değerlendirildiğinde, enflasyondaki düşüş eğiliminin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği öngörülmektedir. Buna karşın, enflasyonun hedefe ulaşma sürecini etkileyebilecek bazı riskler mevcuttur:
23. 2006 Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın iç talebi beklendiği şekilde etkilediği görülmektedir. Bu gelişmelerin enflasyon üzerindeki gecikmeli etkileri ise yakından takip edilmektedir. Son üç çeyrek içinde açıklanan verilerin 2006 Temmuz ayından bugüne yayımlanan enflasyon raporlarında yer alan makroekonomik gelişmelere ilişkin öngörülerle büyük ölçüde uyumlu olduğu görülmektedir. Parasal sıkılaştırmanın talep üzerindeki etkileri, özellikle dayanıklı tüketim malları ve makine-teçhizat yatırımı harcamalarında net olarak görülmeye başlamıştır. Özel kesim harcamalarının artış hızı önemli ölçüde yavaşlarken, ihracatın güçlü performansına devam etmesiyle net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak iç talepteki yavaşlamanın etkisini sınırlamıştır. Bununla beraber, aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler enflasyonun orta vadedeki görünümü konusunda risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Son dönemde faiz dışı kamu harcamalarındaki artışlar bu konudaki belirsizliği artırsa da harcamalarda kısıntıya gidilmesi yönünde alınan tedbirler olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Sonuç olarak toplam talep gelişmelerinin enflasyon üzerindeki etkisinin beklenenden daha düşük olması riski mevcuttur. Böyle bir riskin gerçekleşmesi durumunda politika perspektifinin sıkılaştırma yönünde güncellenmesi söz konusu olabilecektir.
24. Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin bir başka önemli risk unsuru da enflasyon bekleyişlerindeki katılığın ve geçmişe dönük fiyatlama alışkanlıklarının yeterince kırılmama olasılığıdır. Her iki durum da enflasyonun aşağı inme konusunda tahmin edilenden daha güçlü bir direnç göstermesine yol açabilecektir. Son üç ay içinde enflasyon bekleyişlerindeki iyileşme süreci duraksama göstermiştir. Her ne kadar önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüşün bekleyişlerdeki iyileşmeyi de beraberinde getireceği tahmin edilse de orta vadeli enflasyon bekleyişlerindeki katılığın devam etme olasılığı, ücretler ve fiyatlama davranışları kanalıyla enflasyon görünümüne ilişkin önemli bir risk oluşturmaktadır. Söz konusu riskin gerçekleşmesi durumunda para politikasındaki temkinli duruş daha uzun süre korunacaktır.
25. Küresel piyasalarda yaşanabilecek ani dalgalanmalar enflasyon görünümüne ilişkin risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. ABD ekonomisindeki belirsizliklerin devam etmesi ve küresel dengesizliklerin sürmesi zaman zaman gelişmekte olan ülkeleri etkileyebilecek piyasa dalgalanmalarına neden olabilmektedir. Bunun yanında ham petrol fiyatlarının ulaştığı yüksek seviyeler dış

piyasalara ilişkin riskleri artırmaktadır. Öte yandan cari açığındaki artışın yavaşlaması ve Hazine'nin nakit varlıklarının yüksek seyretmesi, yaşanabilecek dalgalanmaların etkisini sınırlayabilecek gelişmelerdir. Bununla birlikte, belirsizlik algılarını artırabilecek şokların ortaya çıkması halinde, Merkez Bankası, şokun kaynağını belirledikten sonra orta vadeli bir perspektifle hareket edecek ve enflasyonun tekrar hedefle uyumlu hale gelmesi için en uygun stratejiyi kamuoyuyla açıklıkla paylaşacaktır.

26. Uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması açısından para politikasının yanında maliye politikaları ve yapısal reformlar da kuşkusuz büyük önem taşımaktadır. Orta ve uzun dönemde mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler, gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir. Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi kritik önemini korumaktadır. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.