

# Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti

31 Ekim 2018, Sayı: 2018-46

Toplantı Tarihi: 25 Ekim 2018

## Enflasyon Gelişmeleri

1. Eylül ayında tüketici fiyatları yüzde 6,30 oranında artmış ve yıllık enflasyon 6,62 puan yükselerek yüzde 24,52 olmuştur. Bu dönemde fiyat artışlarının alt kalemler geneline yayıldığı izlenmiştir. Döviz kuru hareketlerinin etkileri temel mallar grubunda daha güçlü olmak üzere birçok kalem üzerinde belirgin ölçüde hissedilirken, döviz kuru geçişkenliği görece düşük olan kalemlerde de yüksek fiyat artışları kaydedilmesi dikkat çekmiştir. Bu dönemde döviz kurlarında yükselen oynaklığın enflasyon belirsizliğini arttırdığı, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlü seyrettiği ve bu çerçevede fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir. Toplam talep koşulları enflasyona düşüş yönlü destek vermeye başlamışsa da, tüketici enflasyonunun seyrinde oldukça yüksek bir seviyeye ulaşan üretici enflasyonu kaynaklı maliyet baskıları belirleyici olmuştur. Bu görünüm altında çekirdek göstergelerin yıllık enflasyonu ve ana eğilimi sert bir yükseliş kaydetmiştir.
2. Eylül ayında gıda ve alkolsüz içecekler grubu yıllık enflasyonu 7,95 puan artarak yüzde 27,70 olmuştur. Bu dönemde hem işlenmemiş hem de işlenmiş gıda ürünlerindeki fiyat artış eğilimi hızlanmış, alt gruplar geneline yayılan artışlar izlenmiştir. Ekim ayına ilişkin öncü göstergeler gıda enflasyonundaki yükselişin devam edeceğine işaret etmektedir.
3. Enerji fiyatları Eylül ayında yüzde 6,05 oranında yükselmiş, grup yıllık enflasyonu 5,69 puan artarak yüzde 27,03 olmuştur. Bu gelişmede elektrik ve doğalgaz fiyat ayarlamaları ile Ağustos ayındaki ÖTV düzenlemesinin sarkan etkisine bağlı olarak yükselen akaryakıt fiyatları etkili olmuştur. Bu dönemde petrol fiyatları yukarı yönlü bir seyir izlemiş, ancak akaryakıt fiyatlarında eşel mobil uygulamasının devam etmesi enflasyon üzerindeki olası yukarı yönlü etkileri sınırlamıştır. Enerji enflasyonundaki artışın elektrik ve doğalgaz fiyat ayarlamalarına bağlı olarak Ekim ayında da sürmesi beklenmektedir.
4. Temel mal grubu yıllık enflasyonu Eylül ayında 11,94 puanlık artışla yüzde 35,12'ye ulaşmıştır. Bu yükselişte Türk lirasında gözlenen güçlü değer kaybının etkileri belirleyici olmuş, fiyat artışları alt gruplar geneline yayılan bir nitelik göstermiştir. Özellikle ithal içeriği yüksek olan dayanıklı mallar (yüzde 12,93) ile diğer temel mallarda (yüzde 11,22) keskin fiyat artışları kaydedilmiştir. Giyim grubundaki fiyat artışları da mevsim normallerinin üzerinde seyretmiştir. Temel mal grubu enflasyonunun, Türk lirasında yakın dönemdeki değerlenme ve otomobillerdeki ÖTV matrah düzenlemesinin etkisiyle özellikle dayanıklı mallar kaynaklı olarak Ekim ayında olumlu bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Ayrıca, Enflasyonla Topyekûn Mücadele Programının da kısa vadede enflasyonda aşağı yönlü görünümü destekleyeceği tahmin edilmektedir.
5. Hizmet grubu yıllık enflasyonu bir önceki aya kıyasla 2,13 puan artarak yüzde 13,97'ye yükselmiştir. Lokanta-otel ve ulaştırma hizmetleri enflasyonundaki yükselişte gıda ve

akaryakıt fiyatları kaynaklı maliyet yönlü unsurların yanı sıra turizm sektöründeki canlı seyrin de etkili olduğu değerlendirilmektedir. Diğer hizmetler grubu enflasyonundaki yükselişte ise döviz kuru gelişmelerinin yansımalarına ek olarak genel enflasyonun ulaştığı yüksek seviyelere istinaden eğitim hizmetleri fiyatlarında kaydedilen artışların etkili olduğu izlenmiştir.

## Enflasyonu Etkileyen Unsurlar

6. Son dönemde açıklanan veriler iktisadi faaliyette dengelenme eğiliminin belirginleştiğine işaret etmektedir. Yurt içi talebe ilişkin bileşik göstergeler üçüncü çeyrekte gerek özel tüketim gerekse yatırım harcamalarında kayda değer bir zayıflama sinyali verirken, merkezi yönetim bütçe verileri de kamu harcamalarının büyümeye doğrudan desteğinin bir önceki döneme göre azaldığını göstermektedir. İç talepteki yavaşlamaya karşılık dış talep gücünü korumaktadır. Küresel büyüme görünümündeki istikrarlı seyirle birlikte dış talepteki artışın ve dış piyasalarda pazar çeşitlendirme esnekliğinin ihracat üzerindeki olumlu etkisi sürmektedir. Kurul, turizm ve diğer hizmet gelirlerindeki canlı seyre bağlı olarak net ihracatın dönemlik büyümeye olumlu katkısının üçüncü çeyrekte önemli ölçüde arttığı değerlendirilmesinde bulunmuştur. Önümüzdeki dönemde mal ve hizmet ihracatının büyümeye güçlü desteğinin sürmesi ve iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak ithalat talebindeki düşüşün cari dengeyi olumlu etkilemeye devam etmesi beklenmektedir.
7. Finansal koşullardaki sıkılaştırmanın da etkisiyle iktisadi faaliyetteki yavaşlama devam etmektedir. Son çeyreğe ilişkin anket göstergeleri, imalat sanayi kapasite kullanım oranındaki düşüş eğiliminin sektörler geneline yayılarak sürdüğünü göstermektedir. İnşaat ile ilişkili sektörlerde daha kuvvetli olmak üzere iç piyasaya yönelik sektörlerin üretim ve sipariş göstergelerinde gözlenen zayıflama bu görünümü teyit etmektedir. İhracat ve turizm bağlantılı faaliyet kollarına ilişkin görünüm nispeten daha olumlu seyretmekle birlikte sektörler genelinde istihdam ve yatırım duruşunun bozulduğu görülmektedir.
8. İşgücü piyasası verileri, ekonominin üçüncü çeyrekte yurt içi talep kaynaklı olarak yavaşladığı yönündeki değerlendirmeleri teyit etmiştir. Dış ticaret ve kamu bağlantılı sektörler hizmetler sektörü istihdamına olumlu katkı yapmıştır. Buna karşılık, inşaat istihdamındaki düşüş devam etmiş, sanayi istihdamı bir önceki döneme göre azalmıştır. Öncü göstergeler işsizlik oranlarındaki artışın devam ettiği yönünde sinyal vermektedir.
9. Yılın üçüncü çeyreğinde kredi koşullarındaki sıkılık devam etmiştir. Bunun yanı sıra kamu harcamalarındaki tasarruf eğilimi ve işsizlik oranlarındaki artış yurt içi talepteki yavaşlamanın süreceğine işaret etmektedir. Net ihracatın son çeyrekte büyümeye katkısının devam edeceği ve iktisadi faaliyetteki zayıflamayı kısmen sınırlayacağı öngörülmektedir.
10. Özetle, üçüncü çeyreğe ilişkin son dönemde açıklanan veriler ve dördüncü çeyreğe ilişkin öncü göstergeler ekonomideki reel uyarılamanın hızlı bir şekilde devam ettiğine ve dengelenme sürecinin belirginleştiğine işaret etmektedir. Finansal koşullardaki sıkılığın devam etmesi, iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın boyutu ve süresi açısından aşağı yönlü riskleri canlı tutmaktadır.

## Para Politikası ve Riskler


11. Kurul, toplantıda Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alması öngörülen orta vadeli tahminleri değerlendirmiştir. Buna göre, 2018 yıl sonuna dair tüketici enflasyonu tahmini Temmuz Enflasyon Raporu'na göre 10,1 puan, 2019 yıl sonu tahmini ise 5,9 puan yukarı yönlü güncellenmiştir. Enflasyonu düşürmeye odaklı, sıkı bir politika duruşu ve güçlendirilmiş politika koordinasyonu altında, enflasyonun kademeli olarak hedeflere yakınsayacağı öngörülmektedir. Bu çerçevede, enflasyonun 2018 yıl sonunda yüzde 23,5 olarak

gerçekleşeceği, 2019 yıl sonunda yüzde 15,2'ye, 2020 yıl sonunda yüzde 9,3'e geriledikten sonra orta vadede yüzde 5 düzeyinde istikrar kazanacağı tahmin edilmektedir. Tahminler oluşturulurken para politikasındaki sıkı duruşun uzun süre korunacağı bir para politikası çerçevesi esas alınmıştır.

12. Yakın dönemde enflasyon görünümüne ilişkin gelişmeler fiyat istikrarı açısından önemli risklere işaret etmiştir. Döviz kurundaki hareketlerin de etkisiyle fiyat artışlarının alt kalemler bazında genele yayılan bir nitelik gösterdiği dikkat çekmektedir. İç talep koşullarındaki zayıflamanın enflasyon görünümündeki bozulmayı kısmen sınırlayacağı düşünülse de fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü riskler sürmektedir. Üretici fiyatları kaynaklı maliyet yönlü baskıların oldukça güçlenmesi, enflasyon ve enflasyon beklentilerinin bulunduğu yüksek seviyeler önümüzdeki dönem enflasyon görünümü üzerinde risk oluşturmaya devam etmektedir. Bu çerçevede Kurul, sıkı parasal duruşun korunmasına karar vermiş ve politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 24 düzeyinde sabit tutmuştur.
13. Merkez Bankası fiyat istikrarı temel amacı doğrultusunda elindeki bütün araçları kullanmaya devam edecektir. Enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruş kararlılıkla sürdürülecektir. Enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları, para politikası kararlarının gecikmeli etkileri, maliye politikasının dengelenme sürecine vereceği katkı ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler yakından izlenerek ihtiyaç duyulması halinde ilave parasal sıkılaştırma yapılabilecektir.
14. Enflasyon Raporu'ndaki orta vadeli tahminlere esas oluşturan görünüm Para Politikası Kurulu'nun değerlendirme ve varsayımları etrafında şekillenmiştir. Buna karşın, bu unsurlara dair çeşitli riskler enflasyon görünümünü değiştirerek ana senaryoda öngörülen para politikası duruşunun farklılaşmasına yol açabilmektedir. Kurul, orta vadeli enflasyon görünümüne dair risklerin ağırlıklı olarak yukarı yönlü olduğu değerlendirmesinde bulunmuştur.
15. Önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne dair başlıca riskin fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın devam etmesi olduğu değerlendirilmektedir. Son aylarda döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenliğin güçlendiği, geçmiş enflasyona endeksleme eğiliminin yaygınlaştığı ve fiyatlama davranışlarının önemli ölçüde bozulduğu izlenmiştir. Mevcut durumda döviz kuru kaynaklı ilave enflasyon baskılarının nispeten sınırlı kalacağı değerlendirilmekle birlikte, döviz kuru oynaklığının halen yüksek seyretmesi enflasyon görünümü üzerindeki riskleri canlı tutmaktadır. Enflasyonun ve ülke risk priminin bulunduğu yüksek seviyelerde, makroekonomik dengelenme sürecinin enflasyonu düşürücü etkisinin yeterince hızlı ve etkin bir şekilde hayata geçmemesi durumunda enflasyon ve döviz kurlarına dair beklentilerin birbirini besleyerek enflasyonla mücadeleyi güçleştirmesi söz konusu olabilecektir. Böyle bir durumda fiyatlama davranışında ortaya çıkacak ilave bozulma enflasyonu düşürmek için mevcut Raporda öngörülenden daha sıkı bir para politikası duruşunun daha uzun süre sürdürülmesini gerektirebilecektir.
16. Ham petrol fiyatları ve yurt içi gıda fiyatlarının seyri de önümüzdeki dönemde enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk unsurları olarak değerlendirilmektedir. Yakın dönemde ABD'de kaya petrolü arzına ilişkin sorunların büyük ölçüde çözülmesine karşın, İran ve Venezuela'da yaşanan jeopolitik gelişmeler nedeniyle ortaya çıkan arz eksikliği, ham petrol fiyatları üzerinde yukarı yönlü başlıca risk unsuru olmaya devam etmektedir. Öte yandan, küresel dış ticarete artan korumacılık eğilimleri, küresel büyüme üzerindeki muhtemel olumsuz etkisi nedeniyle emtia fiyatları üzerinde aşağı yönlü risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. Yurt içindeki gıda fiyatlarına dair risklerin de, özellikle kısa vadede, birikimli maliyet yönlü baskılardan ötürü yukarı yönlü olduğu tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, para politikası tepkisi, söz konusu risklerin enflasyon üzerindeki doğrudan ve ikincil etkileri değerlendirilerek, enflasyon

beklentileri ve fiyatlama davranışında gözlenebilecek bozulmayı kontrol altında tutacak şekilde belirlenecektir.

17. Fiyatlama davranışındaki bozulma, finansal koşullardaki sıkılık ve reel sektörün finansal durumu arasındaki etkileşim yakın dönemde enflasyon dinamiklerinde değişime yol açarak enflasyon ve tahmin belirsizliğini yükseltmiştir. Firmaların maruz kaldığı birikimli maliyet baskıları ve kârlılıklarındaki düşüş, işletme sermayesi maliyetlerindeki artış ve ücretlerdeki geriye dönük endeksleme davranışı da dikkate alındığında, talep kanalının enflasyonu düşürücü etkisinin tarihsel verilerin ima ettiğinden daha sınırlı kalmasına neden olabilecektir. Kısa vadede para politikası kararları yeni açıklanacak verilere daha duyarlı olacak ve enflasyon görünümünde değişiklikler tespit edilmesi durumunda para politikası duruşu buna göre uyarlanacaktır.
18. Yılın üçüncü çeyreğinde, artan risk primleri kaynaklı olarak, tarihsel ortalamaların üzerinde sıkışmış olan kredi koşullarında önümüzdeki dönemde meydana gelecek normalleşmenin hızı ve kapsamı, iktisadi faaliyetin görünümü açısından önem taşımaktadır. Döviz kurları ile kredi faizlerindeki yükseliş ve iktisadi faaliyetteki yavaşlamadan dolayı nakit akışı ve bilançoları olumsuz etkilenen firmaların aktif kalitesine ilişkin gerekli analiz ve tespitlerin yapılması kredi piyasası açısından belirleyici olacaktır. Dolayısıyla, reel sektörün bilanço kanalından gelebilecek olumsuzlukları sınırlayacak finansal sektör politikalarının enflasyonu gözeterek para politikasıyla eşgüdüm hâlinde uygulanması, finansal koşulların verimsiz bir sıkışma döngüsüne girmesini önlemek açısından büyük önem kazanmıştır.
19. Küresel para politikaları ve risk iştahındaki gelişmelere bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını azaltabilecek ve döviz kurundaki oynaklığı besleyecek riskler de mevcuttur. Gelişmiş ülkelerde parasal sıkışma eğiliminin sürmesi ve tahvil getirilerindeki yükseliş, dünya ticaretinde korumacılığın yükselmesi, İngiltere'nin AB'den çıkış sürecine dair gelişmeler, İtalya'da bütçe açığı ve kamu borç stokuna dair endişeler ile İran'a yönelik olarak uygulanması beklenen yaptırımlar gelişmekte olan ülkelere yönelik risk iştahının önümüzdeki dönemde dalgalı bir seyir izlemesine neden olarak portföy akımları üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilecektir. Küresel likidite koşulları ve risk algılamalarındaki dalgalanmalara bağlı olarak piyasalarda aşırı oynaklık gözlenmesi durumunda, piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesinin zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde sağlanmasına yönelik likidite önlemleri kullanılabilir. Ayrıca, söz konusu risklerin enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla para politikasında ilave sıkışmaya gidilebilecektir.
20. Para politikası ile maliye politikası arasındaki eşgüdüm enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenme açısından büyük önem taşımaktadır. Enflasyon Raporu'nda yer alan orta vadeli tahminlerde maliye politikasına dair esas alınan görünüm, Eylül ayında açıklanan Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde, enflasyonla mücadele ve makroekonomik dengelenmeye odaklı, para politikasıyla eşgüdüm hâlinde olan bir politika duruşu içermektedir. Bu doğrultuda, maliye politikasının Yeni Ekonomi Programı çerçevesinde öngörüldüğü şekilde sıkı mali disiplin uygulayacağı bir görünüm esas alınmıştır. Ayrıca, kamu tarafından yönetilen/yönlendirilen fiyat, vergi ve ücret ayarlamalarının, geçmiş enflasyona endeksleme davranışının azaltılmasına yardımcı olacak şekilde belirleneceği varsayılmıştır. Maliye politikasının söz konusu çerçeveden belirgin olarak sapması ve bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz etkilemesi halinde para politikası duruşunun da güncellenmesi söz konusu olabilecektir.
21. Para politikası ve maliye politikası arasında son dönemde kuvvetlendirilen eşgüdümün sürekli ve sistematik bir yapıya dönüştürülmesi yönünde yürütülmekte olan ortak çabaların enflasyonla mücadeleye katkıda bulunması beklenmektedir. Bunun yanı sıra, enflasyondaki



katılık ve oynaklıkları azaltacak yapısal adımlara devam edilmesi fiyat istikrarına ve toplumsal refaha olumlu katkıda bulunacaktır.