



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

**ENFLASYON RAPORU'NUN
TANITIMINA İLİŞKİN BASIN TOPLANTISI**

Durmuş Yılmaz

28 Nisan 2006, Ankara

Değerli Basın Mensupları, Sayın Konuklar,

2006 yılı Ocak ayı itibarıyla uygulanmaya konulan Enflasyon Hedeflemesi rejiminin temel iletişim araçlarının başında gelen Enflasyon Raporunun ikinci sayısı bugün Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası internet sitemizde yayınlanmaktadır.

Daha önceki sunum ve duyurularda da sıkça vurgulandığı üzere, para politikası kararlarının ekonomiye olan etkileri belirli bir süre zarfında gerçekleşmektedir. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, merkez bankalarının rakamsal olarak açıkladığı enflasyon hedeflerine ulaşılması yolunda, enflasyonun orta vadeli eğilimini etkileyecek gelişmeleri analiz etmeleri ve bu analizlere dayanan enflasyon tahminlerini, belirli dönemler itibarıyla, yayınlamaları gerekmektedir. Yayımlanan tahminlerden önemli ölçüde sapma gerçekleşmesi durumunda da sapmanın nedenlerinin ve alınması gereken politika önlemlerinin yine enflasyon raporları aracılığı ile kamuoyu ile paylaşılması, şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkeleri kapsamında özel öneme sahiptir.

Bu çerçevede, Merkez Bankası, enflasyon tahminleri ve söz konusu tahminlerin arkasında yatan ekonomik görünüme ilişkin analizleri içeren ilk Enflasyon Raporunu 2006 yılı Ocak ayında yayınlamıştır. Bu rapor aracılığıyla, Merkez Bankası aynı zamanda, ekonomik görünümü, enflasyon ve para politikası açısından nasıl yorumladığını kamuoyu ile paylaşmıştır.

Bu paralelde, Enflasyon Raporunun ikinci sayısında da, genel makroekonomik gelişmeler enflasyonun orta vadede alacağı eğilime ışık tutacak şekilde değerlendirilmekte ve makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar, bir önceki dönem Enflasyon Raporunda yer alan varsayımlar ile karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Söz konusu varsayımlara uygun olarak üretilen tahminler de kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Tüm bunlara ek olarak, enflasyon tahminlerinin aşağı veya yukarı yönlü olarak belirgin bir şekilde saptasına yol açabilecek olası riskler de Raporda irdelenmektedir.

Enflasyon Raporunun İçeriği

Değerli Konuklar,

Enflasyon Raporu toplam altı bölümden oluşmaktadır.

Raporun ilk bölümünde 2006 yılının ilk çeyreğinde açıklanan veriler ışığında makroekonomik gelişmeler özetlenmektedir. Enflasyon tahminlerinin üretilmesinde temel alınan ve enflasyonun orta vadeli eğiliminin belirleyicileri olan, arz-talep dengesi, verimlilik gelişmeleri, uluslararası likidite koşulları ve risk priminin seyrine ilişkin görünüm ve bu görünüm ile uyumlu olarak üretilen enflasyon tahminlerine de yine bu bölümde yer verilmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporunda olduğu gibi, para politikasının ortalama kontrol ufkunun bir buçuk yıllık bir zaman dilimini içerdiği düşünüldüğünden, tahminler 2006 yılının geri kalan üç çeyreği ve 2007 yılının ilk üç çeyreğini içerecek şekilde sunulmaktadır.

Bunlara ek olarak, enflasyon hedefine ulaşılması konusunda risk unsuru olan ve para politikasının etki alanı dışında bulunan faktörlerin seyrine ilişkin görünüm giriş bölümünde özetlenmiş ve söz konusu riskler karşısında politika tepkisinin ne yönde olacağı tartışılmıştır.

Bu risk unsurları, petrol fiyatlarının seyri, konut fiyat artışları, yaş meyve sebze, petrol, ana metal ve altın gibi mal grubu enflasyonunda belirleyici olan kalemlerin fiyat artışlarındaki hızlanma, global risk iştahı ve uluslararası likidite koşullarının seyri olarak sıralanmıştır.

Enflasyon, arz-talep, finansal kesim ve kamu maliyesi ile ilgili gelişmelerin detaylı analizleri, enflasyonun orta vadeli eğilimine ilişkin içerdiği bilgiler çerçevesinde incelenerek, sonraki dört bölümde sunulmuştur.

Enflasyon Raporunun son bölümünde ise, temel makroekonomik değişkenlere ilişkin güncellenmiş varsayımlar, bir önceki dönem Enflasyon Raporunda yer alan varsayımlar ile karşılaştırmalı olarak sunulmuş ve bunlarla uyumlu olarak üretilen enflasyon ve çıktı açığı tahminleri analiz edilmiştir. Ayrıca, enflasyon tahminlerinin aşağı veya yukarı yönlü olarak belirgin bir şekilde sapsmasına yol açabilecek olası riskler de detaylı bir biçimde irdelenmiştir.

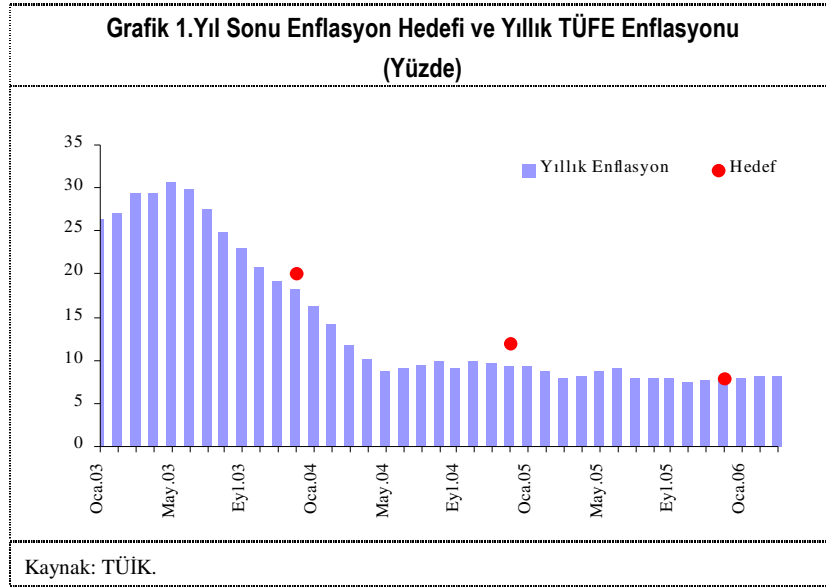
Bir önceki Raporda olduğu gibi, Enflasyon Raporunun bu sayısında da, merak edilen bir takım konulara ışık tutmak amacıyla kutular hazırlanmıştır. Örneğin, Avrupa Birliği'ne yakınsama sürecinde dış ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki verimlilik oranlarının Euro Bölgesi'ne kıyasla farklılaşmasının görece fiyatlar ve reel kur davranışı üzerindeki etkilerinin incelendiği bir kutu yer almaktadır. Uluslararası altın fiyatları ve bunun TÜFE üzerindeki etkilerinin analiz edildiği bilgilendirici bir kutunun yanı sıra IMF Şartlılığı bağlamında enflasyon ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedef ve gerçekleştirmelerin değerlendirildiği bir kutuya da bu Raporda yer verilmiştir.

Değerli Konuklar,

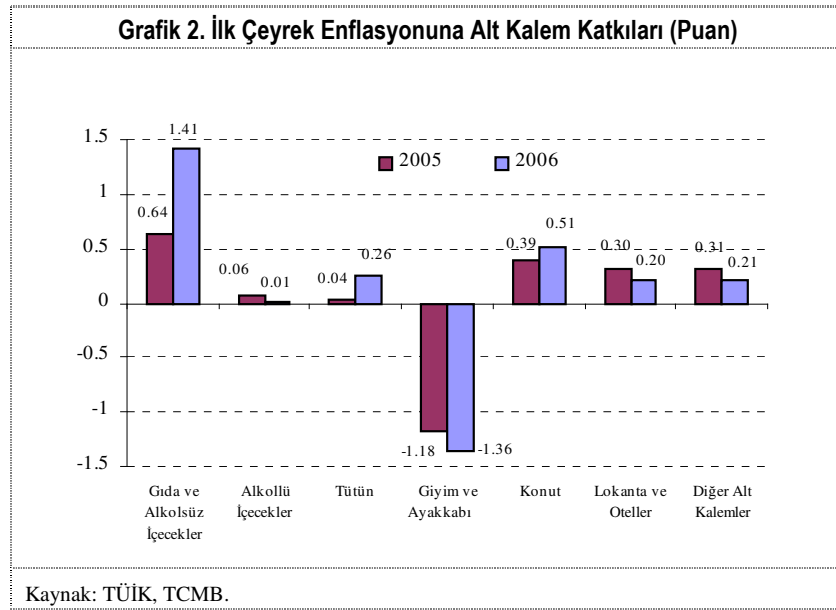
Bu genel tanıtımdan sonra, bugün internet sitemizde yayımlanacak olan yeni Raporda yer alan değerlendirmeleri ve Merkez Bankası'nın enflasyon tahminlerini sizlere özetlemek istiyorum.

Enflasyon Gelişmeleri

Enflasyondaki düşüş, bir önceki Enflasyon Raporundaki öngörülerimize paralel olarak, yılın ilk çeyreğinde duraksama eğilimi göstermiş ve 2006 yılı Mart ayı sonu itibarıyla tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 8,16 olmuştur. Bu duraksamada, 2005 yılı başında gıda, sağlık ve eğitim kalemleri Katma Değer Vergisi (KDV) oranlarında gerçekleştirilen indirimin etkisiyle tarihsel olarak çok düşük düzeylerde gerçekleşen fiyat artışlarının neden olduğu baz etkisinin belirleyici olduğu görülmektedir (Grafik 1).



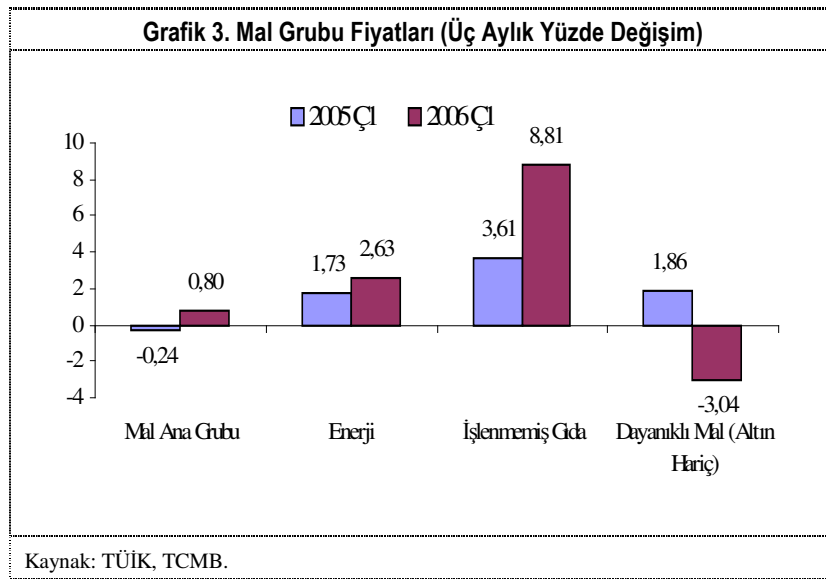
Ancak, enflasyonun yılın ilk çeyreğinde hedefle uyumlu patikanın üzerinde gerçekleşmesinin tek nedeni söz konusu etki değildir. İlk çeyrek enflasyonuna alt kalem katkıları incelendiğinde, özellikle beklentilerin üstünde artan işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları, tütün ürünleri fiyatları ve hizmet fiyatları seyrinin, söz konusu yükselişte öne çıkan unsurlar olduğu görülmektedir. Bununla beraber, talep ve rekabet koşulları neticesinde giyim fiyatlarında gözlenen yüksek oranlı sezonluk indirimlerin, tüketici fiyatları enflasyondaki artışı sınırladığı göze çarpmaktadır (Grafik 2).



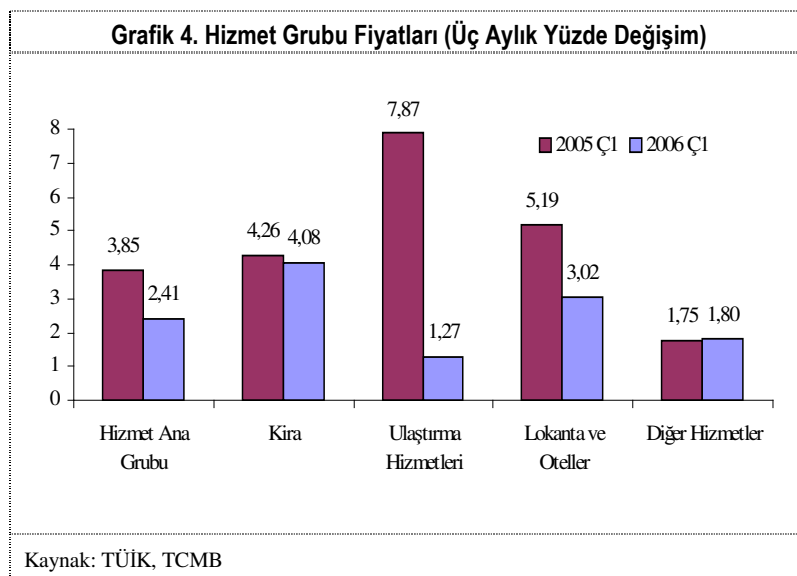
Değerli Konuklar,

Mal ve hizmet grubu sınıflandırması yapıldığında, yılın ilk çeyreğinde mal grubu fiyat artışlarının hızlandığı, hizmet grubu enflasyonun ise kira kalemi dışında yıllık bazda gerilediği görülmüştür.

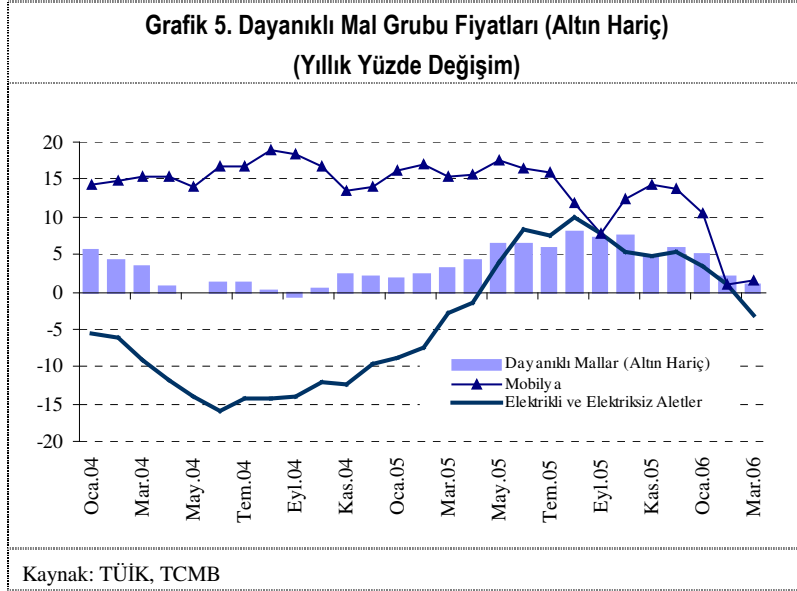
Mal grubu fiyatlarındaki söz konusu artışta, enerji fiyatlarının yanında, 2006 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla önemli ölçüde artan işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının belirleyici olduğu gözlenmektedir (Grafik 3).



Hizmet grubu fiyat gelişmeleri ise, lokanta ve otel hizmetleri ile ulaştırma hizmetleri fiyatlarının yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemindeki artış oranlarının belirgin olarak altında kaldığını göstermektedir. Bununla beraber “emek yoğun hizmetler” olarak adlandırılan, fiyatları doğrudan yönlendirilmeyen, enerji fiyatlarından doğrudan etkilenmeyen hizmetlerdeki yıllık enflasyon oranları, son bir yıl boyunca sabit denilebilecek bir seviyede seyretmektedir. Ayrıca, konut arzının artan konut talebine kısa sürede cevap verememesine bağlı olarak, yılın ilk çeyreğinde kira fiyat artışlarının geçen yılki seviyesine yakın oranlarda gerçekleşmesi, söz konusu fiyatların yıl genelinde de tüketici fiyatları üzerinde olumsuz etki yapacağına işaret etmektedir. Bu doğrultuda, hizmetlere yönelik talep gelişmeleri ve hizmet sektöründeki verimlilik gelişmeleri dikkatle izlenmekte olup, söz konusu gelişmelere yönelik temkinli bakış sürdürülmektedir (Grafik 4).

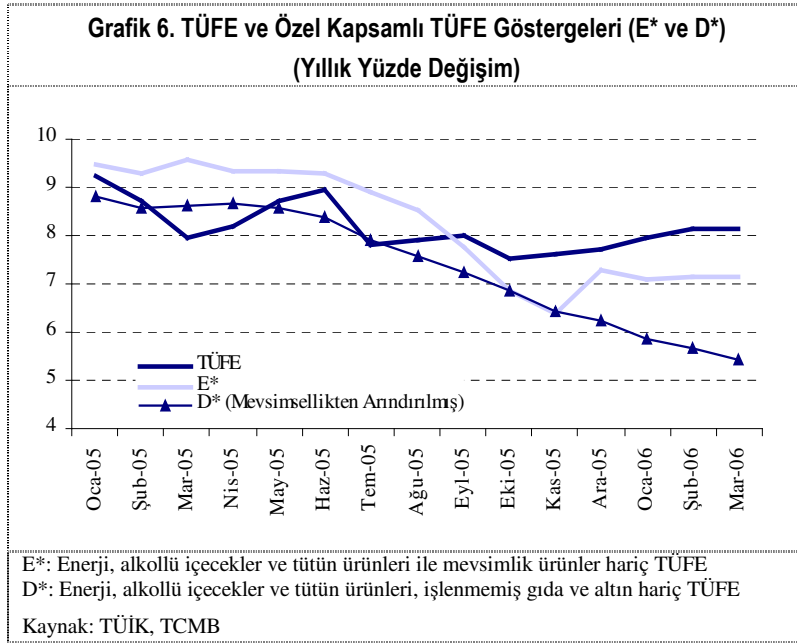


Dayanıklı tüketim mal fiyatlarının seyri uluslararası piyasalardaki gelişmeler çerçevesinde yüksek oranda artmaya devam eden altın fiyatları hariç tutularak incelendiğinde, söz konusu fiyatların yıllık artış oranlarının 2005 yılı Ağustos ayı ile birlikte azalış eğilimine girdiği ve bu eğilimin 2006 yılının ilk çeyreğinde güçlenerek devam ettiği görülmektedir. Bu gerilemede, tüketim talebine gösterge olabilecek mobilya ile genel olarak rekabete açık ve döviz kurundaki gelişmelere duyarlı teknoloji yoğun malları içeren elektrikli ve elektriksiz aletler grup fiyatlarındaki eğilimlerin tersine dönmesi belirleyici olmuştur (Grafik 5).

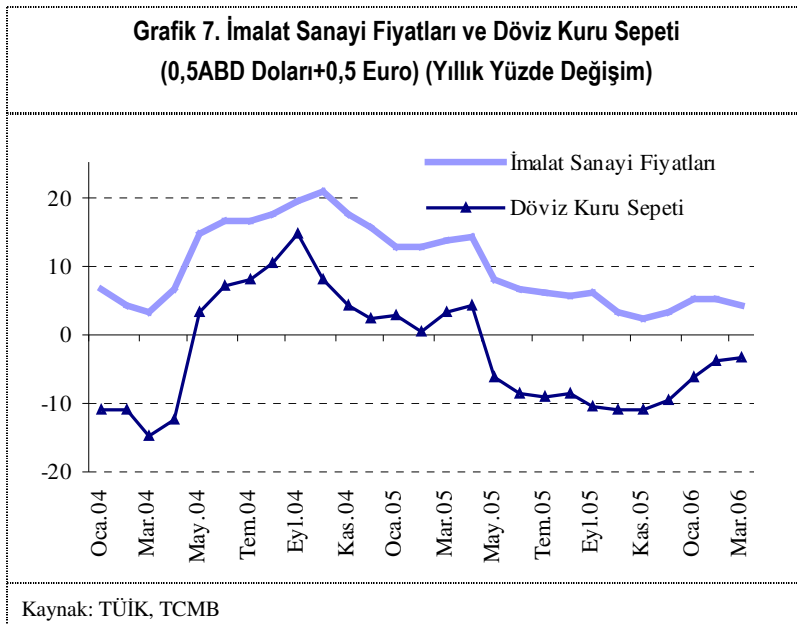


Mevsimsel fiyat hareketlerinin tüketici fiyatları üzerinde belirleyici olduğu göz önüne alındığında, enflasyonun genel gidişatı hakkında mevsimlik ürünler hariç Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri'nin incelenmesi faydalı olacaktır.

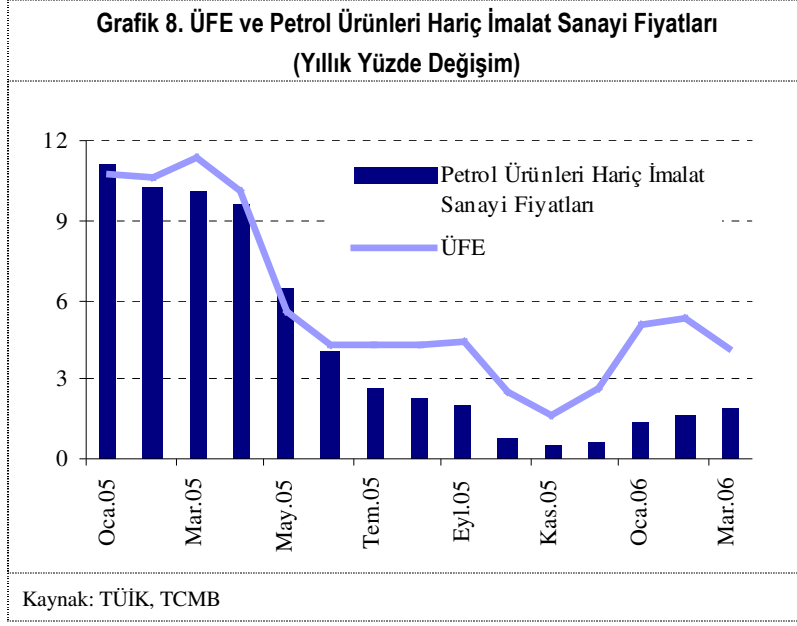
Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç olarak hesaplanan ÖKTG-E endeksinden mevsimlik ürünlerin çıkarılması ile elde edilen ÖKTG-E* endeksinde, 2005 yılının başından itibaren gözlenen yıllık artış oranlarındaki gerilemede, yılın ilk çeyreği itibarıyla bir duraksama görülmektedir. Öte yandan, enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler ve tütün ürünleri ile altın hariç olarak hesaplanan endeks (ÖKTG-D*) mevsimsel etkilerden arındırıldığında, düşüş eğiliminin yılın ilk çeyreğinde de devam ettiği ve enflasyonun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğu gözlenmektedir (Grafik 6).



Üretici fiyatları 2006 yılının ilk çeyreğinde yüzde 2,48 oranında artmıştır. Üretici fiyatları endeksinde fiyatların vergi hariç tutularak hesaplanması neticesinde, endeksin önemli bir kısmını oluşturan imalat sanayi fiyatları, ham madde fiyatları ile kur gelişmelerine karşı geçmişe oranla çok daha hassas hale gelmiştir (Grafik 7).



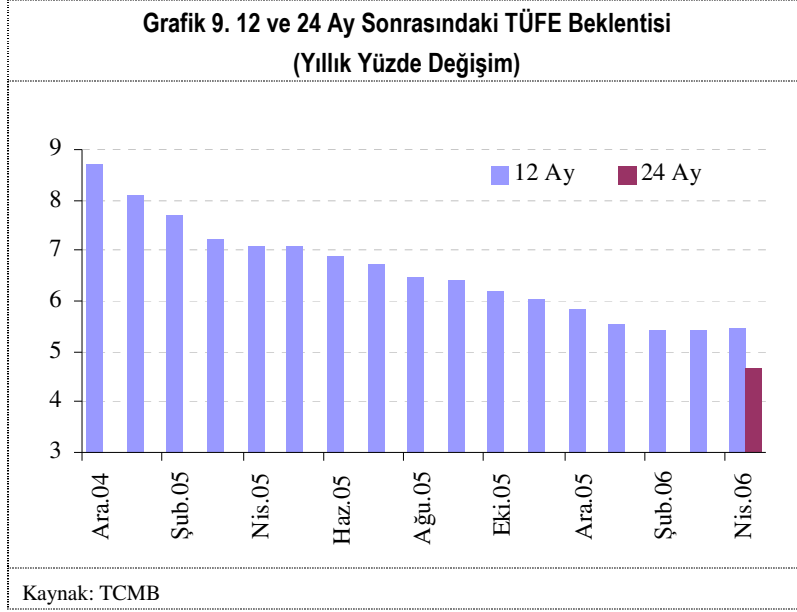
ÜFE içerisinde bahsedilen etkinin belirgin olarak hissedildiği sektör, yüksek vergilere tabi olan rafine edilmiş petrol ürünleri sektörüdür. Söz konusu kalemin etkisi dışlandığında, imalat sanayi fiyatlarındaki yıllık artış oranının, 2005 yılı son çeyreğine göre hafif bir artış eğilimine girse de, düşük düzeylerde seyretmeye devam ettiği görülmektedir (Grafik 8).



Değerli Konuklar,

Enflasyon beklentileri, gerek fiyatlama davranışlarına gerekse ücret ayarlamalarına temel teşkil etmesi açısından enflasyon gerçekleşmeleri üzerinde belirleyici olmaktadır. Dolayısıyla, Merkez Bankası analiz ve değerlendirmelerinde söz konusu beklentilerdeki gelişmeler önemli bir yere sahiptir. Bu çerçevede, 2006 yılının Nisan ayı itibarıyla 12 ve 24 ay sonrasındaki enflasyon beklentileri incelendiğinde şu noktalar ön plâna çıkmaktadır:

Gelecek on iki aylık döneme ilişkin tüketici enflasyonu beklentileri yılın ilk çeyreğinde gerilemekle birlikte, Şubat ayından itibaren azalış hızının oldukça yavaşladığı ve beklentilerin kısmen yatay bir seyir izlediği gözlenmektedir. Gerek on iki ay gerekse yirmi dört ay sonrasına yönelik uzun dönemli tüketici enflasyonu beklentilerinin, ilgili dönemlere ilişkin hedeflerin bir miktar üzerinde olması, enflasyondaki düşüş süreci açısından temkin gerektiren bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, daha uzun vadeli beklentilerin daha düşük düzeylerde seyretmesi enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından cesaretlendirici bir gözlemdir (Grafik 9)



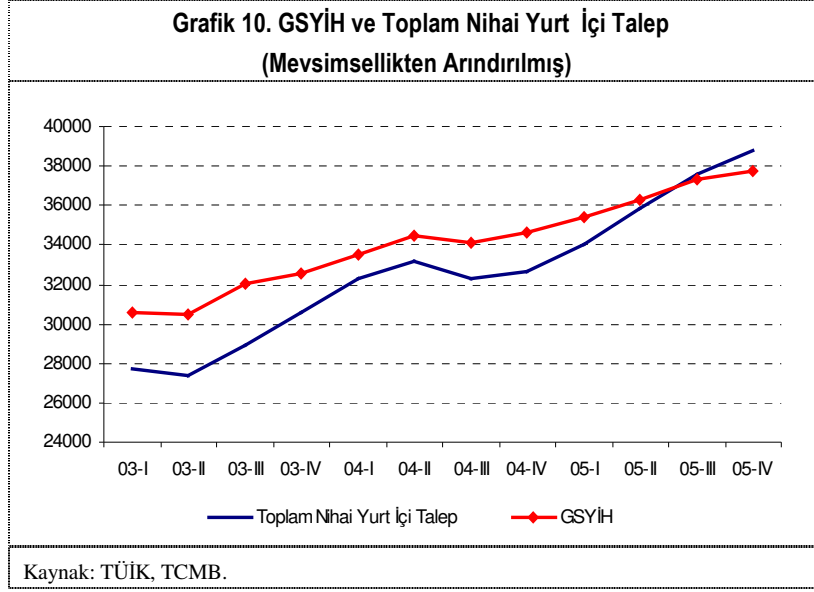
Arz ve Talep Gelişmeleri

Arz-Talep Dengesi

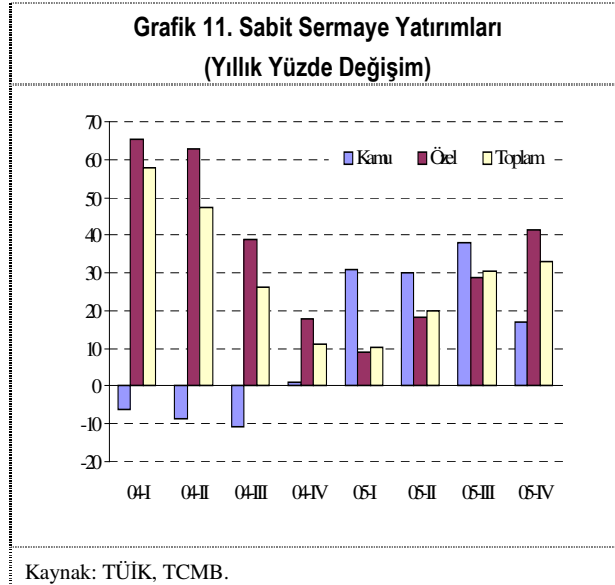
Değerli Konuklar,

Konuşmanın bu bölümünde, Mart ayı sonunda açıklanan milli gelir verileri ışığında arz ve talep gelişmelerine ilişkin değerlendirmelerimiz üzerinde durmak istiyorum.

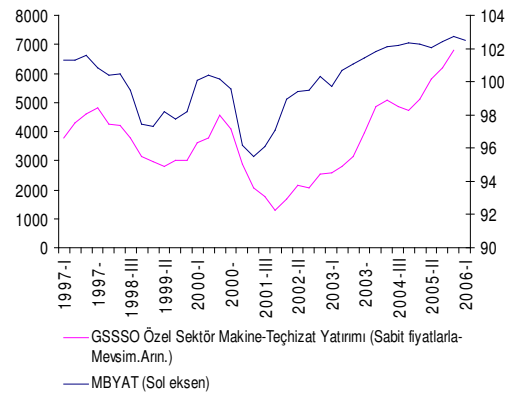
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) 2005 yılının son üç aylık döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,5 oranında artış göstermiştir. Böylelikle, 2005 yılı genelinde GSYİH büyümesi yüzde 7,4 olarak gerçekleşmiştir. Sıkı para ve maliye politikalarıyla eş anlı yürütülen yapısal reform sürecinin kesintisiz devamı iktisadi temellerin güçlenmesini sağlarken, buna paralel olarak risk primindeki düşüş, reel faizlerdeki gerileme ve Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmeye devam etmesi 2005 yılında toplam yurt içi talepteki hızlı büyümenin temel belirleyicileri olmuştur. Bu çerçevede, 2005 yılının son üç aylık döneminde toplam nihai yurt içi talep bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 19,1 gibi yüksek bir oranda artmıştır. Üç aylık dönemler itibarıyla incelendiğinde, mevsimsellikten arındırılmış veriler de toplam nihai yurt içi talepteki hızlı büyüme eğiliminin yılın son çeyreğinde sürdüğünü göstermektedir (Grafik 10).



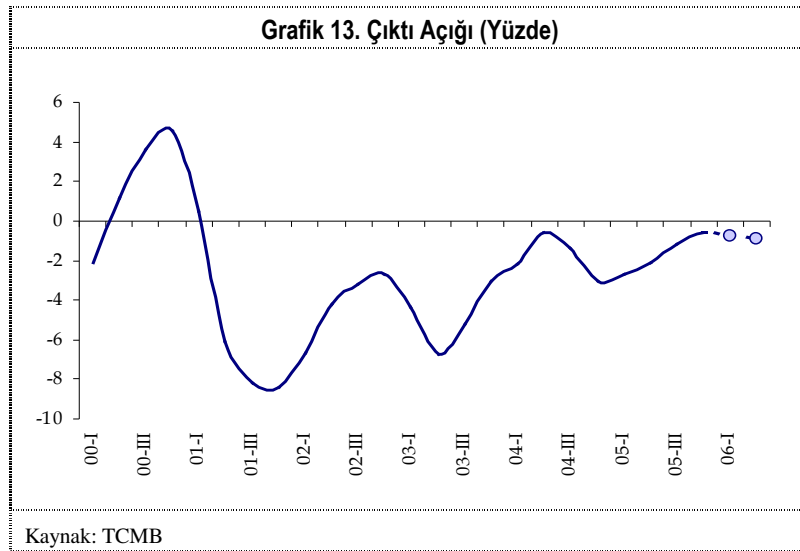
Talep bileşenleri açısından incelendiğinde, toplam tüketim ve toplam yatırım harcamalarının, GSYİH büyümesine, sırasıyla 5,8 ve 5,7 puan olmak üzere, yüksek katkı yaptıkları görülmektedir. Özel yatırım harcamaları yılın son çeyreğinde gerek makine-teçhizat gerekse inşaat yatırımı kaynaklı güçlü büyüme eğilimini sürdürürken, kamu harcamaları da söz konusu dönemde yatırım odaklı bir biçimde ekonomik büyümeyi desteklemiştir. Dolayısıyla, toplam yatırım harcamaları gerek özel gerekse kamu sektörü kaynaklı olmak üzere yüksek oranlarda artmaya devam etmektedir (Grafik 11). Yatırımlara ilişkin göstergelerin toplulaştırılmasıyla oluşturulan endeks de makine-teçhizat yatırımlarındaki artışların sürdüğüne işaret etmektedir (Grafik 12). Ayrıca, yurt dışından sağlanan uzun vadeli kredi kullanımının Ocak-Şubat döneminde geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüksek bir oranda artması, yatırım kaynaklı büyümenin 2006 yılının ilk çeyreğinde de sürdüğü yönünde sinyal vermektedir (Ek Grafik 1).



Grafik 12. Özel Sektör Makine-Teçhizat Yatırımları ve Yatırım Endeksi (MBYAT)



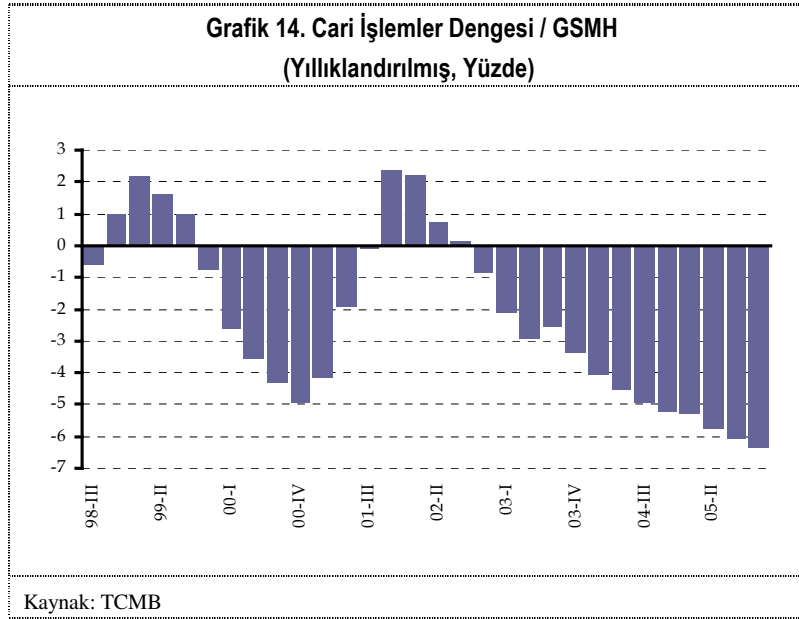
Toplam nihai yurt içi talep ve GSYİH'deki hızlı büyümeye karşın, mevcut üretim eğilimi fiyatlar üzerinde baskı yaratmayan bir düzeyi ifade etmektedir. Nitekim çıktı açığına ilişkin tahminler, ekonomik büyümenin enflasyon açısından tehdit oluşturmayan bir düzeyde seyrettiğini göstermektedir (Grafik 13). Bu değerlendirmenin ardındaki etkenler şu şekilde sıralanabilir: (i) Büyümenin arz yönlü kaynakları incelendiğinde, büyüme-enflasyon ilişkisini belirleyen önemli bir unsur olan verimlilik artışlarının sürmesi birim işgücü maliyetlerini düşürerek diğer maliyetlerdeki artışların etkisini sınırlamaktadır. (ii) Büyümenin talep yönlü kaynakları incelendiğinde, yatırımların GSYİH içindeki payının artmaya devam ettiği görülmektedir. Yatırım harcamalarındaki güçlü artış eğiliminin sürüyor olması, sermaye derinleşmesi yoluyla kısmi emek verimliliğindeki artışlara verdiği destek paralelinde enflasyonist baskıları sınırlamaktadır. Dolayısıyla, yurt içi talep kompozisyonunun yapısı hızlı büyüme ile enflasyondaki düşüşün eş anlamlı bir şekilde sürdürülmesine destek vermektedir. (iii) Yeni Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu, yurt içi talep büyümesine destek veren bir unsur olmasına karşın, fiyatlar üzerindeki doğrudan etkisinin yanı sıra, yatırım talebini uyarmak suretiyle verimlilik kazanımlarına katkı yaparak, hızlı büyümenin fiyatlar üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.



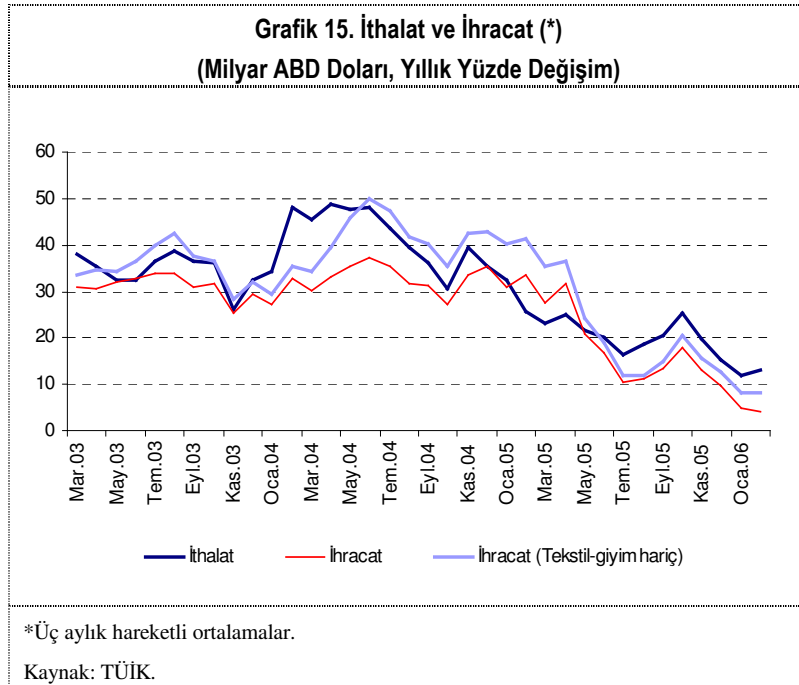
Güncel veriler, yurt içi talebin halen güçlü seyrettiği yönünde sinyal vermekle birlikte, yukarıda ortaya konulan enflasyonist olmayan hızlı büyüme analizi çerçevesinde, çıktı açığının 2006 yılının ilk yarısında da enflasyondaki düşüş sürecini destekleyen düzeylerde seyretmesi beklenmektedir. Ancak, arz-talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azaldığı yönündeki öngörümüz devam etmektedir.

Dış Talep

2004 yılında 15,6 milyar ABD doları olan cari işlemler açığı 2005 yılında 23,1 milyar ABD dolarına ulaşmış ve GSMH'nin yüzde 6,4'ü olarak gerçekleşmiştir (Grafik 14). Cari işlemler açığındaki artış eğilimi 2006 yılının ilk iki ayında da devam etmektedir.



2005 yılında, hem ihracat hem de ithalat artış hızları, 2004 yılına göre azalmış; yılın ikinci yarısında ise, ihracat artış hızı ithalat artışının oldukça altında gerçekleşmiştir. Söz konusu eğilimin 2006 yılının ilk iki ayında da devam ettiği gözlenmektedir (Grafik 15). Tekstil ve giyim sektörlerinde ihracatın 2005 yılının Kasım ayından bu yana yıllık bazda gerilemesi, genel ihracat performansını olumsuz etkilemektedir. Hızlı ekonomik büyüme, ara malları ithalat miktarının artmasına neden olurken, petrol fiyatlarındaki yükselişler ABD doları cinsinden ithalat tutarını artırmaktadır.

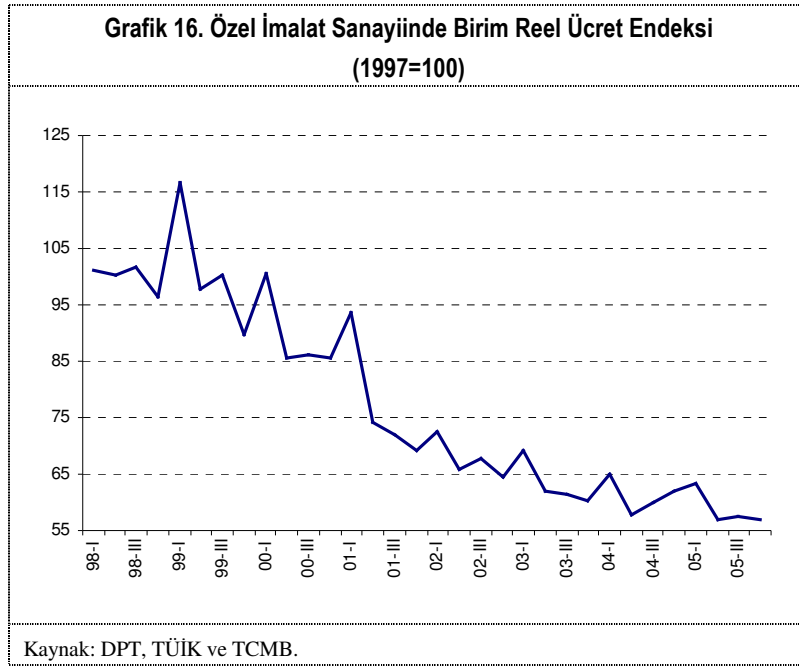


Cari işlemler açığının kısa vadede ekonomik istikrar ve enflasyon hedefi açısından risk oluşturması beklenmemektedir. Özelleştirme gelirleriyle birlikte hızlanan doğrudan yabancı yatırımlarının yanı sıra bankacılık kesimi ve özel sektörün kredi kompozisyonunda uzun vadeli kredilerin payının artması cari açığın sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri

azaltmaktadır. 2005 yılında 8,6 milyar ABD dolarına —GSYİH'nin yüzde 2,4'ü— ulaşan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının, özelleştirme gelirleri ve şirket satın alımlarının devamıyla, 2006 yılında da yüksek seviyesini koruması öngörülmektedir. Ayrıca, Avrupa Birliği yakınsama sürecinin, uluslararası sermayenin Türkiye'ye olan ilgisinin devamını sağlayacağı düşünülmektedir.

Maliyetler

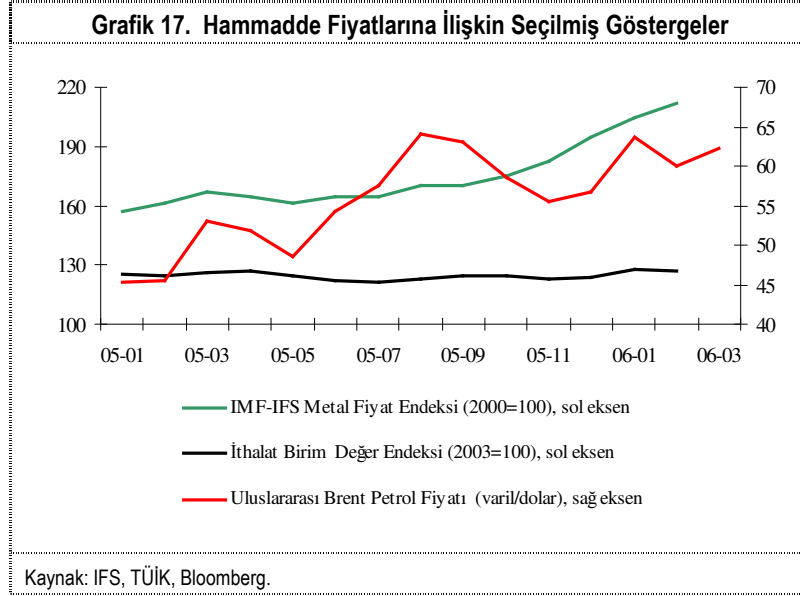
Özel imalat sanayinde, verimlilik yüksek bir oranda artarken reel ücretlerin gerilemesi sonucunda, reel birim ücretler bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,2 oranında gerilemiştir (Grafik 16). Reel birim ücretlerdeki düşüşlerin sürmesi, enflasyondaki düşüş sürecinin devamında en önemli faktörlerden birisi olmuştur.



2006 yılında, imalat sanayinde yatırımlar ve istihdamın, önceki dönemdeki seyrini izlemesi durumunda, verimlilik artışlarının devam etmesi beklenebilir. Öte yandan, 2006 yılı için belirlenen memur maaşları ve asgari ücret artışları, ücretlerde enflasyonun üzerinde bir artış olabileceğine işaret etmektedir.

Maliyetlerin bir diğer önemli bileşeni olan hammadde fiyatlarındaki olumsuz gidişat sürmektedir. Ham petrol fiyatları, 25 Nisan itibarıyla, Katrina Kasırgası sırasında yaşanan tarihi zirve değerlerini de aşarak 73,3 ABD Doları/varil seviyesine ulaşmıştır. OPEC'in 8 Mart tarihli toplantısında üretim kotasını artırmama kararı, sektördeki atıl kapasitenin düşük oluşu ve Nijerya ve İran gibi önemli petrol üretici ülkelerle ilgili belirsizlikler petrol fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Uluslararası Enerji Ajansının (IEA) ham petrol talebine ilişkin büyüme beklentisinin 2005 yılının üzerinde olması, devreye girmesi beklenen yeni kapasite imkanlarına rağmen, 2006 yılı boyunca petrol fiyatlarının yüksek seviyelerini koruma ihtimalini güçlendirmektedir. Öte yandan, yüksek küresel büyüme eğilimi metal fiyatlarını yukarıya iterken, yatırım fonlarının sektör yatırım araçlarına yönelik ilgisinin artması, metal fiyatlarının beklentilerin üzerinde artış göstermesinde belirleyici olmaktadır.

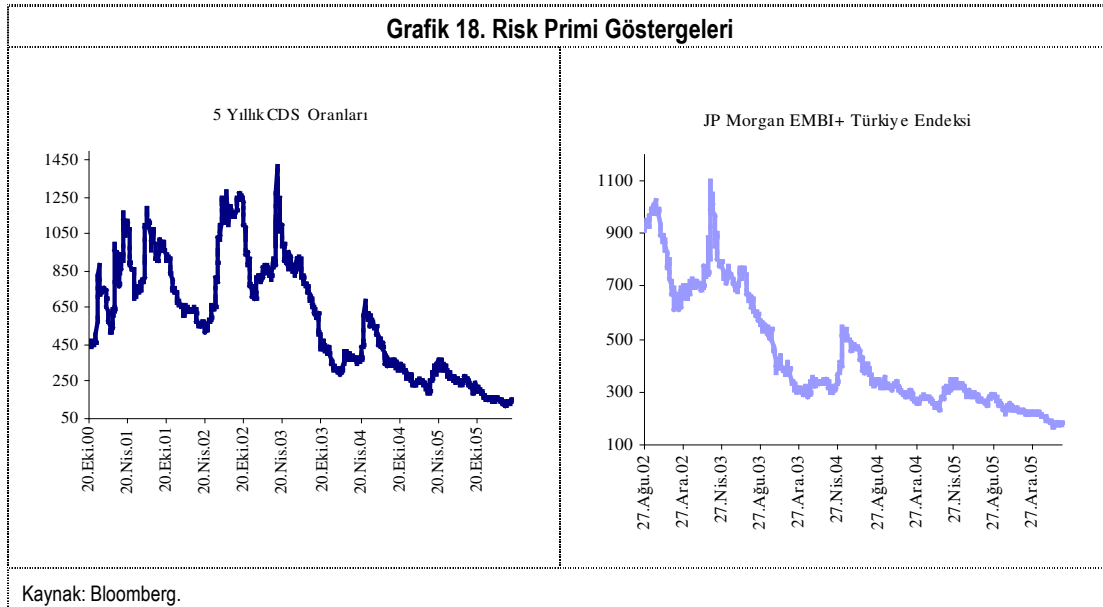
Bu bilgiler ışığında, hammadde fiyatları enflasyon açısından risk unsuru olmaya devam etmektedir.



Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

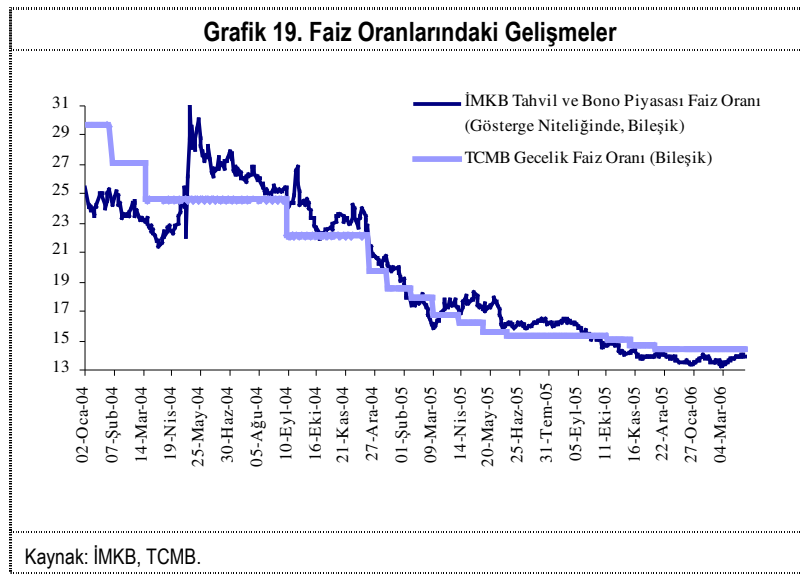
Değerli Konuklar,

Uluslararası likidite koşulları ve risk priminin yılın ilk iki ayındaki seyri, gelişmekte olan ülkeler lehine gerçekleşmiştir. Mart ayında, gerek global risk iştahındaki bozulma eğilimi gerekse Japonya Merkez Bankası'nın faiz oranlarına ilişkin belirsizlik algılamalarının artması sonucunda risk priminde gözlenen olumlu seyir kesintiye uğramıştır. Bununla beraber, bütçe performansının başarılı bir şekilde sürdürülüyor olması beklentilerdeki bozulma eğilimini sınırlandıran en önemli gelişme olmuştur (Grafik 18).

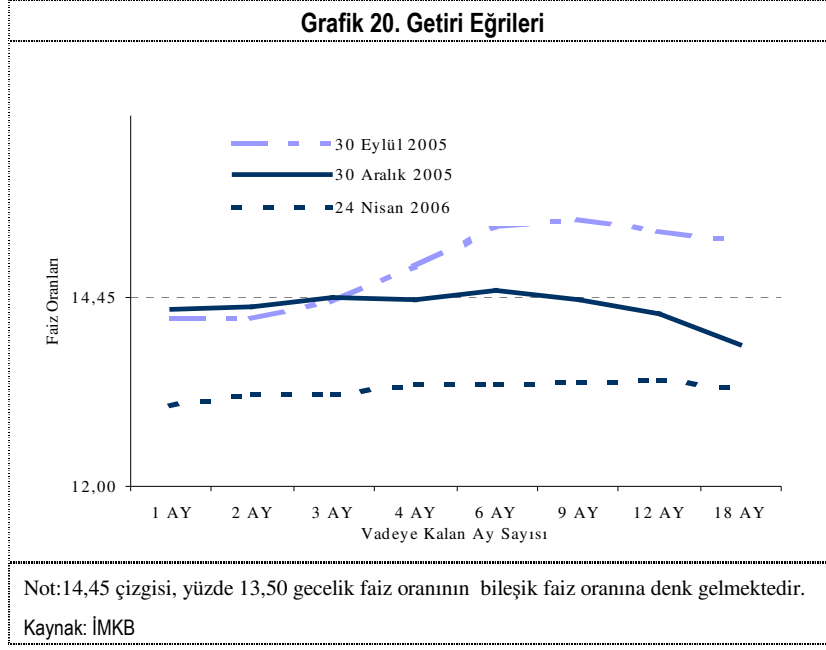


2006 yılının ilk üç ayında politika faiz oranlarında bir değişik yapılmamış, bununla beraber Nisan ayında 25 baz puanlık indirime gidilmiştir. Yılın ilk dört ayında enflasyona ve ekonomik faaliyete ilişkin açıklanan verilerin, Merkez Bankası'nın ilk Enflasyon Raporunda sunduğu öngörüler ile tutarlı bir görünüm arz etmesi, söz konusu raporda kamuoyu ile paylaşılan politika perspektifi ile uyumlu hareket edilmesine olanak tanımıştır.

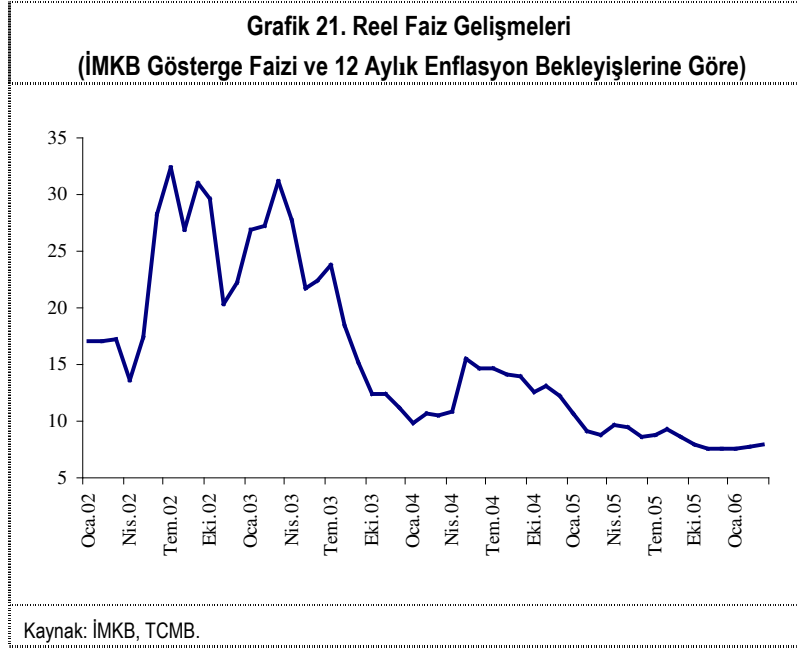
2005 yılı Ekim ayından bu yana gecelik borç verme maliyetinin altında gerçekleşmekte olan İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki faiz oranı, faiz indirimlerin duraklaması ile global likidite koşulları ve yurt içindeki belirsizlikler neticesinde Mart ayında sınırlı bir artış göstermiştir(Grafik 19).



İMKB'de oluşan farklı vadelerdeki faiz oranlarını gösteren getiri eğrileri incelendiğinde, 24 Nisan 2006 tarihi itibarıyla, geçtiğimiz yıl sonuna göre, faizlerin her vadede daha düşük seviyede gerçekleştiği görülmektedir. Bu gelişmede, enflasyondaki düşüş eğiliminin 2006'da da devam edeceği beklentisi etkili olmuştur. Bununla beraber, getiri eğrilerinin daha uzun vadeli ucunun, önceki dönemlere kıyasla, daha yatay bir seyir izlemesi, iktisadi birimlerin söz konusu dönemde ileriye yönelik risk algılamalarında temkinli bir duruş sergilediklerini teyit etmektedir (Grafik 20).

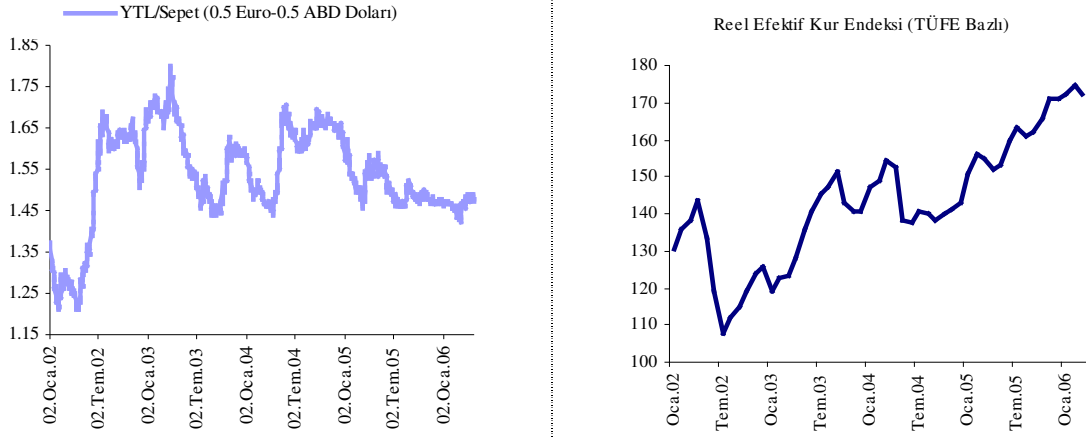


Risk primindeki düşüş eğilimindeki duraklama, reel faizlere de yansımış ve 2006 yılının ilk çeyreğinde gösterge kıymet faizleri ve TCMB Beklenti Anketi'nden elde edilen 12 aylık enflasyon beklentileri kullanılarak hesaplanan reel faizler görece olarak yatay bir seyir izlemiştir (Grafik 21).



2006 yılının ilk iki ayında Yeni Türk lirasının güçlenme eğilimi devam etmiştir. Mart ayında ise risk primindeki yükseliş sonucunda Yeni Türk lirası, Euro ve ABD Doları'ndan oluşan sepet karşısında değer kaybetmiştir (Grafik 22).

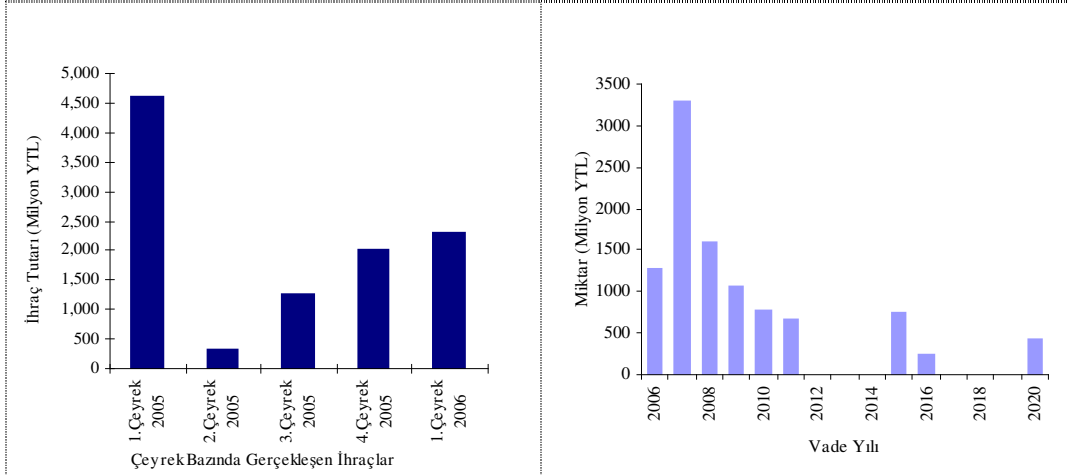
Grafik 22. Döviz Kuru Gelişmeleri



Kaynak: TCMB.

Yurt dışında, Yeni Türk lirasına olan talebin göstergesi olan yabancı bankaların Yeni Türk lirası cinsinden gerçekleştirdiği tahvil ihraçlarındaki istikrarın devam etme eğiliminde olduğu görülmektedir. 2006 yılının ilk çeyreğinde, mevcut kıymetlerin vade yapısında geçtiğimiz yılın son çeyreğine kıyasla önemli bir değişim gerçekleşmemiştir (Grafik 23).

Grafik 23. Yabancı Bankaların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller



Kaynak: TCMB.

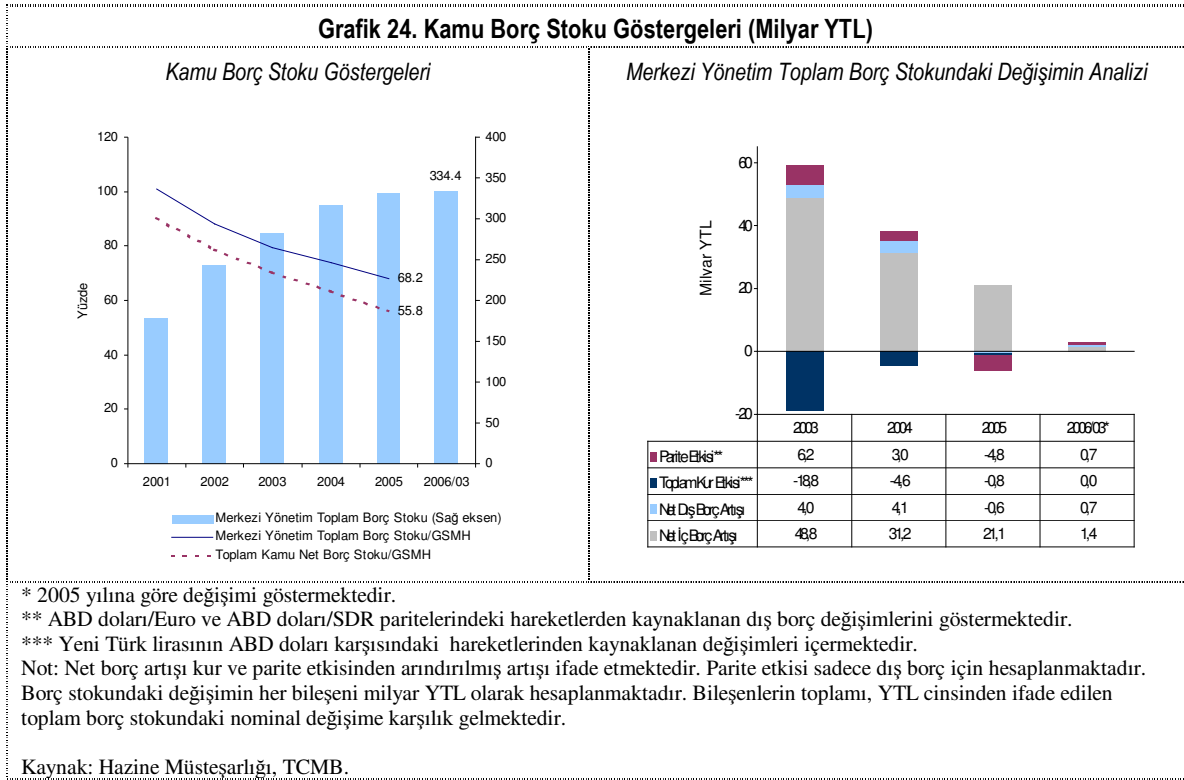
Kamu Maliyesi

Değerli Konuklar,

Borç stokundaki gelişmelerin, iktisadi birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesi; dolayısıyla risk priminin seyri açısından önemli olduğu bilinmektedir. Bu çerçevede, söz konusu gelişmeler, para politikası ve enflasyon açısından da yakından takip edilmektedir.

Bulduğumuz dönemde, azalan faiz ödemeleri ve yüksek faiz dışı fazla gerçekleşmesi neticesinde borç stokunun artış hızı önemli ölçüde gerilemiş ve kamu borç stokunun GSMH'ye oranı azalma eğilimini sürdürmüştür. Borç stokundaki değişim parite ve kur etkisinden arındırıldığında da aynı eğilimin devam ettiği görülmektedir.

Bunlara ek olarak, söz konusu dönemde borç stokunun risklere karşı daha sağlıklı bir yapıya kavuştuğu düşünülmektedir. Uygulanan borçlanma stratejisi paralelinde, bir taraftan borç stokunun döviz kuruna karşı duyarlılığının azalması ve faize karşı duyarlılığının sınırlandırılması, diğer taraftan borçlanma vadesinin uzamasına bağlı olarak borç çevirme riskinin azaltılması ve nakit rezervlerin güçlendirilmesi bu yöndeki değerlendirmemizi destekleyen unsurlardır (Grafik 24).



Orta Vadeli Öngörüler

Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Bir önceki Enflasyon Raporu'nda sunulan tahminlere temel oluşturan reel sektör değişkenlerine ilişkin saptamalarımız, bu raporda da büyük ölçüde korunmuştur. 2005 yılının son çeyreğinde yurt içi talepte gözlenen hızlı artışa karşın, yatırım harcamalarının GSYİH içindeki payının artmaya devam etmesi üretim kapasitesini yukarıya çekerek talepteki artışın enflasyon üzerinde oluşturduğu baskıların sınırlı kalmasına yardımcı olmuştur. Bununla birlikte, sürmekte olan verimlilik kazanımları da maliyetlerdeki artışı sınırlayarak enflasyon üzerinde belirgin bir baskı oluşmasını engellemiştir. Tahminler üretilirken, yurt içi arz ve talep koşullarına ilişkin kısa vadeli görünüm bu saptamalar ışığında oluşturulmuştur.

Arz-talep koşullarının enflasyonla olan ilişkisini belirleyen ve parasal aktarım mekanizmasının başlangıç ayağını oluşturan reel faiz ve reel kur değişkenleri de orta vadeli öngörülere temel oluşturan varsayım setinin önemli bileşenleridir. Mevcut durumda reel faizlerin, kredi artışları ve talep koşullarını baskılayacak düzeyde olmadığı düşünülmektedir. Bununla birlikte, mevcut programın uygulanmaya devam edeceği, makro ve siyasi istikrarın bozulmayacağı, yapısal reformların ve bunlara bağlı olarak uzun vadeli sermaye girişlerinin devam edeceği ve verimlilik artışlarının süreceği bir ana senaryo altında Yeni Türk lirasının güçlü konumunu koruyacağı ve enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam edeceği varsayılmıştır.

2006 yılının ilk Enflasyon Raporu'nda, yılın ilk çeyreğinde enflasyondaki düşüş sürecinin duraklayacağı ancak olumsuz bir dışsal gelişme olmaması durumunda yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonun tekrar aşağı yönlü eğilim izleyeceği öngörülmüştü. Mart ayında tekstil, hazır giyim ve deri sektöründe KDV oranının yüzde 18'den 8'e düşürülmesi enflasyonun ikinci çeyrekte tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörüsünü güçlendiren bir gelişme olurken, yakın dönemde petrol fiyatlarının hızlı artışlar göstermesi söz konusu öngörünün temkinle ele alınma gerekliliğini gündeme getirmiştir. Tahminler oluşturulurken kısa vadeli görünümün çerçevesine bu bilgiler de eklenmiştir.

Bunun yanında, başta kira alt kalemi olmak üzere hizmetler sektörü fiyat dinamikleri, yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılabilirlik açısından kritik rol üstlenmeye devam etmektedir. Kira alt kalemindeki artışların 2006 yılı enflasyonuna katkısının 1 puana yaklaşacağı tahmin edilmekle birlikte, TÜFE enflasyonu üzerindeki bu dönemsel ek baskının 2007 yılı boyunca azalarak devam edeceği bir çerçeve ele alınmaktadır.

Tahminlere temel oluşturan dış dünyaya ilişkin varsayımlarımızı, Euro Bölgesi'nin faiz, enflasyon ve büyüme gibi temel makro değişkenlerine ilişkin öngörüler, uluslararası emtia fiyatlarının ve global likidite koşullarının alacağı seyre ilişkin analizler oluşturmaktadır. "Consensus Forecast" sonuçları çerçevesinde Avrupa büyüme rakamları bir miktar yukarı doğru revize edilmiş, Avrupa Birliği Harmonize TÜFE enflasyonunun da 2006 ve 2007 yılında hedeflenen yüzde 2 seviyesine yakın olacağı varsayımı korunmuştur. Buna ek olarak, Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırımlarına devam etme olasılığının yüksek olduğu bilgisi enflasyon tahminlerimiz oluşturulurken dikkate alınmıştır. Euro Bölgesi'nin yanı sıra diğer gelişmiş ülkelerin para politikaları da uluslararası likidite koşullarının seyrini öngörmek açısından tahmin alma sürecinde dikkatlice izlenmiştir.

Ham petrol fiyatları yılın ilk iki ayındaki görece istikrardan sonra son dönemde tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Petrol fiyatlarına ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı, ana senaryo altında üretilen enflasyon tahminlerinde petrol fiyatlarının şu anki düzeyinde yatay bir seyir izleyeceği varsayılmış; böylece, ilk Enflasyon Raporu'nda varsayılan düzeyin üzerinde olacağı öngörülmüştür. Bu doğrultuda, tahminler üretilirken petrol fiyatlarına ilişkin varsayımların yukarı doğru güncellenmesi söz konusu olmuştur.

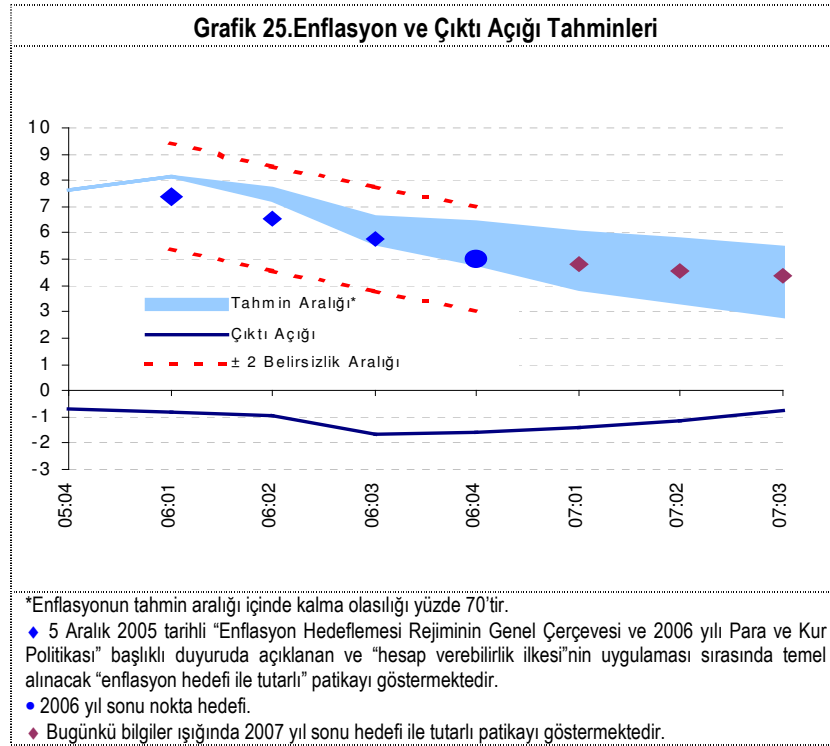
Son olarak, risk priminin 2006 ve 2007 yılları boyunca izleyeceği seyre ilişkin birtakım varsayımlar yapılmıştır. Risk priminin seyrine ilişkin ilk Enflasyon Raporu'nda belirtilen olumlu görünüm 2006'nın ilk iki ayında korunmuştur. Ancak, Mart ayında, gerek global risk iştahındaki bozulma eğilimi gerekse Japonya Merkez Bankası'nın likidite politikasına ilişkin

belirsizlik algılamalarının artması risk priminde yükselişe neden olmuştur. Buna rağmen, son dönemde belirsizlik algılamalarının tekrar azalmasına paralel olarak, Rapor'un son bölümünde yer alan tahminler, global likiditeki değişimin ılımlı bir şekilde gerçekleşeceği ve uluslararası likidite koşullarında ani bir değişim yaşanmayacağı öngörüsüne dayanmaktadır.

Tahminlerin Yorumlanması

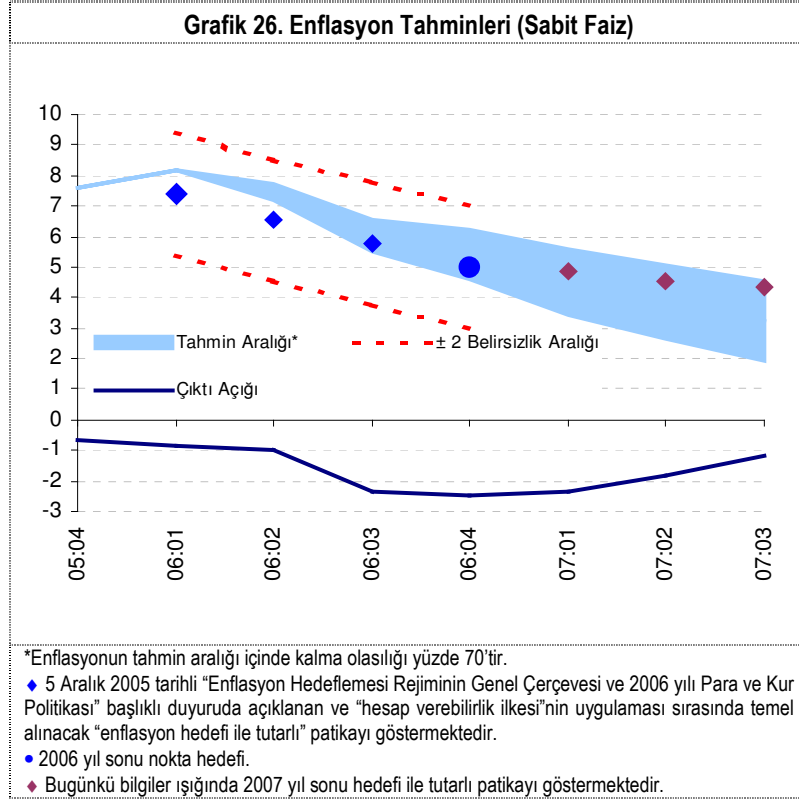
Değerli Katılımcılar,

Konuşmanın giriş bölümünde de vurguladığım üzere, para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belirli bir süre gerektirmektedir. Bu noktadan hareketle, Merkez Bankası para politikası orta vadeli bir perspektifle oluşturulmakta ve bugünkü enflasyonun değil gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklanmaktadır. Bu çerçevede, bir önceki dönemde olduğu gibi, para politikasının ortalama kontrol ufkunun bir buçuk yıllık bir zaman dilimini içerdiği düşünüldüğünden, tahminler 2006 yılının geri kalan üç çeyreği ve 2007 yılının ilk üç çeyreğini içerecek şekilde sunulmaktadır.



(25) numaralı grafikte sunulan enflasyon tahminleri, yukarıda sıralanan varsayımlar ve kısa dönemli öngörüler temelinde oluşturulan baz senaryo altında, Merkez Bankası'nın önümüzdeki dönemde politika faizlerini aşamalı olarak düşürdüğü bir duruş altında oluşturulmuştur. Buna göre, bugünkü bilgiler ışığında, enflasyonun 2006 yılı sonunda yüzde 4,8 ile 6,4 aralığında, 2007 yılının ilk dokuz aylık dönemi sonunda ise yüzde 2,9 ile 5,4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bir başka ifadeyle, bugünkü bilgi seti çerçevesinde ortaya çıkan tahminlere göre, enflasyon ikinci çeyrekte itibaren tekrar aşağı yönlü bir hareket kazanacak; üçüncü çeyrekte itibaren ise bu eğilim daha da belirginleşerek yıl sonu enflasyonu hedefe yakın olarak gerçekleşecektir (Grafik 25).

Grafikte aynı zamanda enflasyon öngörüsüne temel teşkil eden çıktı açığı tahminleri de yer almaktadır. Buna göre, çıktı açığı 2006 yılı boyunca negatif kalmaya devam edecektir. Bir başka deyişle, ekonomideki toplam talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkı önceki yıllara oranla azalmakla birlikte 2006 yılında da sürecektir. Bu saptamaların arkasında, yurtiçi nihai talepte 2006 yılı boyunca istikrarlı bir artış gözlenmesine karşın, dış talebin katkısının negatif olması nedeniyle, yurtiçi mallara olan toplam talebin görece olarak sınırlı kalacağı öngörüsü yatmaktadır (Grafik 25).



(26) numaralı grafikte ise, yukarıda çerçevesi çizilen mevcut durum saptamasının, kısa vadeli görünümün ve temel değişkenlere ilişkin varsayımların aynen korunduğu fakat politika faizlerinin bugünden itibaren bir yıl boyunca sabit tutulduğu bir ana senaryo altında oluşturulan tahminler sunulmaktadır.

Bir önceki senaryonun aksine, bu senaryoda, politika faizlerinin patikası orta vadeli bir yaklaşım ile elde edilmemiş, tamamen dışsal bir varsayım olarak ele alınmıştır. Söz konusu varsayım altında çıktı açığı 2006 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde negatif olmakta ve talep koşullarının enflasyondaki düşüşe yaptığı katkı artmaktadır. Böyle bir durumda üretilen projeksiyonlara göre, enflasyon bir önceki senaryoya kıyasla daha hızlı düşmekte ve 2007 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yüzde 1,9 ile 4,5 aralığında gerçekleşerek hedefle tutarlı patikanın belirgin olarak altına inme olasılığı artmaktadır (Grafik 26).

Risk Unsurları

Değerli Konuklar,

Bir kez daha vurgulamak gerekir ki, biraz önce sunmuş olduğum tahminler, bugünkü bilgiler ışığında, yukarıda sıralanan varsayımlar ve kısa dönemli öngörüler temelinde oluşturulan ana senaryo altında üretilmiştir. Risk unsurlarının orta vadeli enflasyon görünümünü tehlikeye sokması ihtimalinin ortaya çıkması durumunda, Merkez Bankası'nın hem tahminleri hem de para politikasının geleceğe yönelik duruşunu gözden geçirmesi gündeme gelecektir.

Değerli Konuklar,

Konuşmamın son bölümünde söz konusu risklere değinmek istiyorum.

Petrol fiyatlarının seyrindeki belirsizlikler, önümüzdeki dönemde enflasyon hedefine ulaşılabilirlik konusundaki temel risklerin başında gelmektedir. Bir önceki Enflasyon Raporu'nda üretilen tahminlerde petrol fiyatlarının sabit kaldığı varsayılmıştı. Ancak, bu süre zarfında söz konusu fiyatlar artmaya devam etmiş ve yakın dönemde oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Petrol fiyatlarının yıllık enflasyon üzerinde oluşturduğu olumsuz etki, 2006 yılının ilk çeyreğinde enflasyon bekleyişlerindeki düşüşü yavaşlatan unsurlardan biri olmuştur. Önümüzdeki aylarda söz konusu eğilimin devam etmesi halinde, petrol fiyatlarının 2006 yılı sonu enflasyonu üzerindeki olumsuz etkisi hissedilmeye başlayacaktır. Petrol fiyatlarındaki artışların etkisi şu ana kadar görece fiyat değişiminden öteye geçmemiş ve petrol ürünlerini doğrudan girdi olarak kullanmayan sektörlerde fiyatlamaya değişikliğine yol açmamıştır. Bir diğer ifadeyle, ikincil etkiler sınırlı düzeyde kalmıştır. Ancak, bekleyişler önceki üç aylık döneme kıyasla daha dikkatli izlenmesi gereken bir konuma gelmiştir. Bu noktada, petrol fiyatlarındaki artışların sürmesi ve ikincil etkilerin belirginleşmesi halinde TCMB'nin gerekli tepkiyi vereceği tekrar vurgulanmalıdır.

Enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasına yol açan bir diğer unsur, konut sektöründeki arz açığının devam etmesi nedeniyle, kira gibi kalemlerde normalin ötesinde oluşan fiyat artışlarıdır. 2006 yılı boyunca hizmet fiyat artışlarının, özellikle kira kaynaklı olarak, genel enflasyon eğiliminin oldukça üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bu gelişmenin, daha çok yapısal ve geçiş dönemine özgü unsurlardan kaynaklandığı ve bir süre daha devam edeceği, ancak bu aşamada para politikası tepkisini gerektirmediği düşünülmektedir. Konut arzının zaman içinde uyum sağlamasıyla bu durumun tedricen ortadan kalkacağı tahmin edilmektedir.

Hizmet grubundaki fiyat artışının 2006 yılı enflasyonuna katkısının yaklaşık 2,5-3 puan arasında olacağı öngörülmektedir. Bu durumda 2006 yılı hedefine ulaşılabilmesi için mal grubu enflasyonunun yüzde 3 civarında gerçekleşmesi gerekmektedir. Ne var ki, son dönemde yaş meyve sebze, petrol, ana metal ve altın gibi para politikasının etki alanı dışında kalan kalemlerin fiyat artışlarındaki hızlanma bu olasılığı azaltmaktadır. Bu noktada, söz konusu kalemlerdeki fiyat artışlarının büyük oranda geçici nitelik taşıdığı ve ikincil etkiler sınırlı kaldığı sürece para politikasının sert tepki vermeyeceği özenle vurgulanmalıdır.

Önümüzdeki döneme ilişkin temel risklerden bir diğeri, global risk iştahı ve uluslararası likidite koşullarındaki seyrin öngörülme güçlüğüdür. Son dönemde cari açığın finansman

kalitesindeki artışın ve kamu maliyesindeki olumlu gelişmelerin, olası şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırdığı düşünülmektedir. Ancak yine de mevcut durumda söz konusu yönden gelebilecek bir şokun, ekonomimizi olumsuz etkileme potansiyeli taşıdığı da bir gerçektir. Böylesi bir gelişmenin ortaya çıkması halinde, öncelikle enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyumlu olması amaçlanacaktır. Bu doğrultuda, politika tepkisi zamana yayılarak, dış kaynaklı şokların ekonomi üzerindeki etkisinin fiyat istikrarına zarar vermeden yumuşatılması sağlanmış olacaktır.

Değerli Konuklar,

Fiyat istikrarı makroekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme açısından olmazsa olmaz bir ön koşuldur. Son yıllarda bu doğrultuda önemli adımlar atılmıştır. TCMB bu kazanımların daha da ileriye götürülmesi konusunda üzerine düşen görevi yerine getirmeye devam edecektir. Enflasyonist olmayan büyümenin sürdürülebilirliği bakımından belirleyici olan ana unsurun, makroekonomik istikrarın kalıcılığına ilişkin güven olduğu unutulmamalıdır. Bu bağlamda, mali disiplinin kalitesini daha da artıracak yapısal düzenlemeler konusunda kararlılığın devam etmesinin yanı sıra, rekabet ve yatırım ortamını geliştirecek dolayısıyla uzun vadede verimlilik artışlarını destekleyecek reformların sürekliliği kritik önem taşımaktadır.

Teşekkür ederim.

EK:

