



Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

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

Süreyya Serdengeçti

31 Ocak 2006, Ankara

Değerli Basın Mensupları, Sayın Konuklar,

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ocak 2006 itibarıyla enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde Merkez Bankası enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklamakta, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan hedeflere ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır. Bu çerçevenin işlevsel hale getirilmesi açısından enflasyon raporları özel bir önem taşımaktadır. Bu konuyu biraz daha açmak istiyorum. Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, Merkez Bankası bugünkü enflasyon değil gelecekteki enflasyon üzerinde etkili olabilmektedir. Dolayısıyla, belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturulması ve bu tahminlerin kamuoyuna sunulması enflasyon hedeflemesi rejiminde kritik önem taşımaktadır. Bu noktada, Merkez Bankasının makroekonomik görünüme ilişkin değerlendirmelerini ve enflasyon tahminlerini kamuoyuyla paylaşabileceği bir iletişim aracının gerekliliği de gündeme gelmektedir. *Enflasyon Raporu, işte tam bu işlevi üstlenmektedir.* Bir diğer ifadeyle, Enflasyon Raporu yeni dönemde Merkez Bankasının iletişim araçlarının başında gelecektir.

### ***Enflasyon Raporunun İçeriği***

Raporda, genel makroekonomik gelişmeler enflasyonun orta vadede alacağı eğilime ışık tutacak şekilde değerlendirilmekte ve geleceğe yönelik tahminler sunulmaktadır.

Rapor altı bölümden oluşmaktadır.

Raporun ilk bölümünde 2005 yılının kısa bir değerlendirmesi yapılmakta ve Raporun genelinde ele alınan görünüm özetlenmektedir. Daha sonraki dört bölümde ekonomideki son gelişmeler *geleceğe ışık tutacak bir yaklaşımla* ayrıntılı olarak ele alınmaktadır. Bu bölümler enflasyon, arz-talep, finansal kesim ve kamu maliyesi ile ilgili gelişmeler olarak sıralanmaktadır. Gelişmeler anlatılırken, Merkez Bankasının, ekonominin görünümünü enflasyon ve para politikası açısından nasıl yorumladığı da net olarak ortaya konulmaktadır.

Enflasyon Raporunun son bölümünde ise, Raporun genelinde değerlendirilen ekonomik gelişmeler ve enflasyonu etkileyen unsurların görünümü toplulaştırılarak enflasyon tahminlerine dönüştürülmüştür. Bu bölümde Merkez Bankasının orta vadeli enflasyon tahminleri sunulmakta ve temel riskler incelenmektedir. Para politikasının etki süresinin ortalama bir buçuk yıllık bir zaman dilimini içerdiği bir çerçeve göz önüne alınarak, tahminler 2007 yılının ilk yarısını kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

Raporda aynı zamanda enflasyon dinamiklerini yakından ilgilendiren konuları mercek altına alan kutular da yer almaktadır. Örneğin, enflasyon-döviz kuru ilişkisi ve bu ilişkinin zaman içinde endeks değişimine bağlı olarak nasıl farklılaştığına dair merak edilen soruların cevabı raporda bir kutu olarak yer almaktadır. Yine Raporun bu ilk sayısında Özel Kapsamlı TÜFE göstergeleri, çekirdek enflasyon kavramı, verimlilik

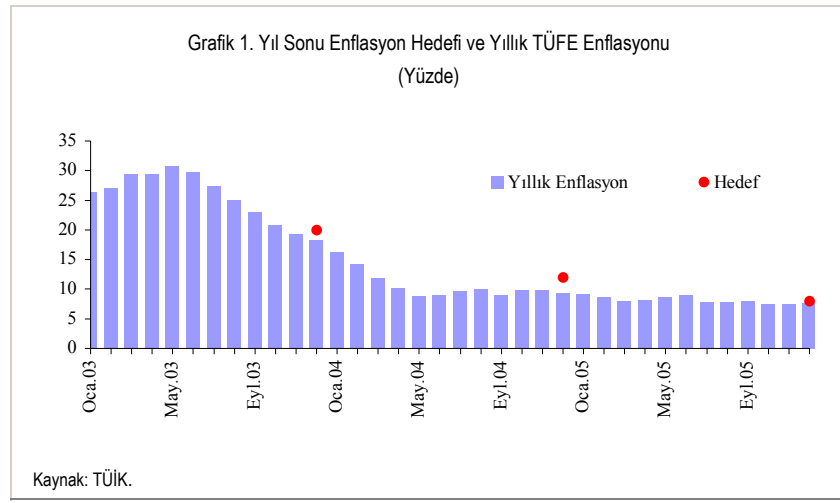
verilerinin yorumlanması ve maliye politikası taahhütleri konularında kamuoyunu bilgilendirici kutular yer almaktadır.

Değerli Konuklar,

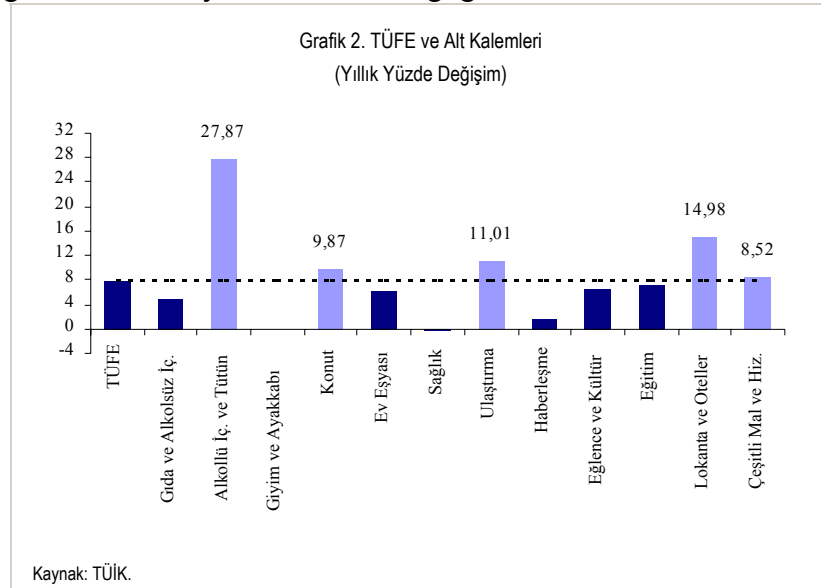
Bu genel tanıtımdan sonra, şimdi bugün internet sitemizde yayımlanacak olan yeni raporda yer alan değerlendirmeleri ve Merkez Bankasının enflasyon tahminlerini sizlere özetlemek istiyorum.

### ***Enflasyon Gelişmeleri***

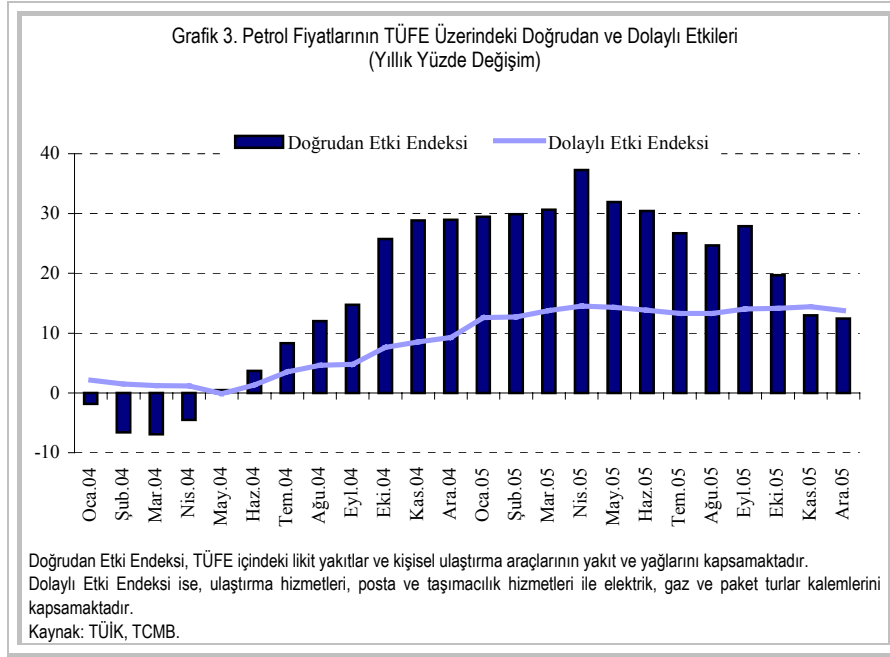
Enflasyondaki düşüş, 2005 yılında geçtiğimiz dört yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. 2005 yıl sonu itibarıyla TÜFE enflasyonu yüzde 7,72'ye gerileyerek, 2005 yılı için belirlenen yüzde 8 oranındaki hedefe oldukça *yakın* gerçekleşmiştir.



Alt kalemlere bakıldığında, özellikle konut, ulaştırma ve lokanta-oteller gibi hizmet-yoğun grupların ve alkollü içkiler-tütün grubunun fiyatlarındaki artışların enflasyonun genel eğiliminin bir hayli üzerinde kaldığı gözlenmektedir.



Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki gelişmeler yılın ilk üç çeyreğinde tüketici enflasyonuna genellikle olumsuz yansımış olmakla birlikte, söz konusu etkiler dördüncü çeyrekte zayıflamıştır.



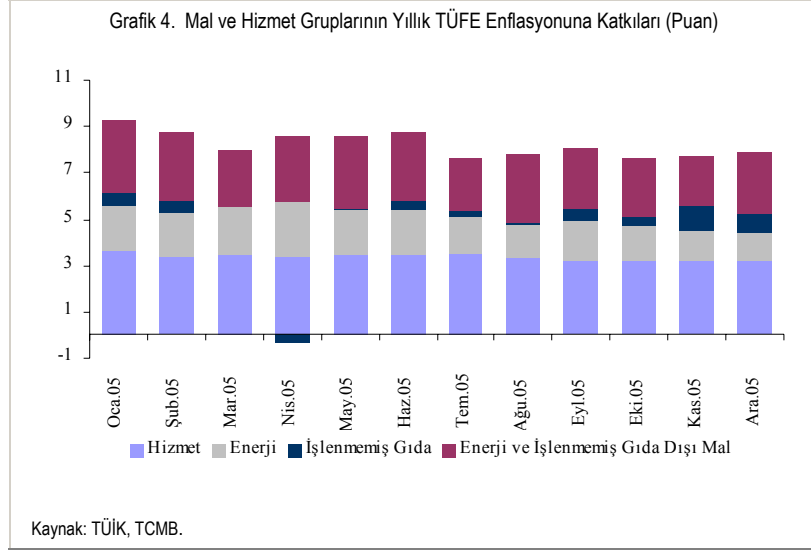
Hizmet grubu fiyat artışlarındaki katılık devam etmektedir. Ekonomide gözlenen canlanma ve yapısal dönüşüm sürecinde hizmet ve mal fiyat artışları arasındaki farklılaşma 2005 yılında da sürmüştür. Özellikle son yıllarda konut sektöründeki arz açığının ve buna bağlı olarak hızla yükselen konut fiyatlarının, ilgili hizmet kalemlerinin fiyatlarında dönemsel bir ek baskı oluşturduğu görülmektedir. Enflasyondaki düşüş sürecinin devam etmesine rağmen TÜFE içinde kira alt kalemindeki ve kiraların önemli bir girdi maliyeti oluşturduğu gruplardaki fiyat artışlarının 2004 yılı ile yaklaşık aynı düzeylerde olması, bu saptamayı güçlendirmektedir.

Tablo 1. Mal ve Hizmet Grubu Enflasyonu  
(Yüzde)

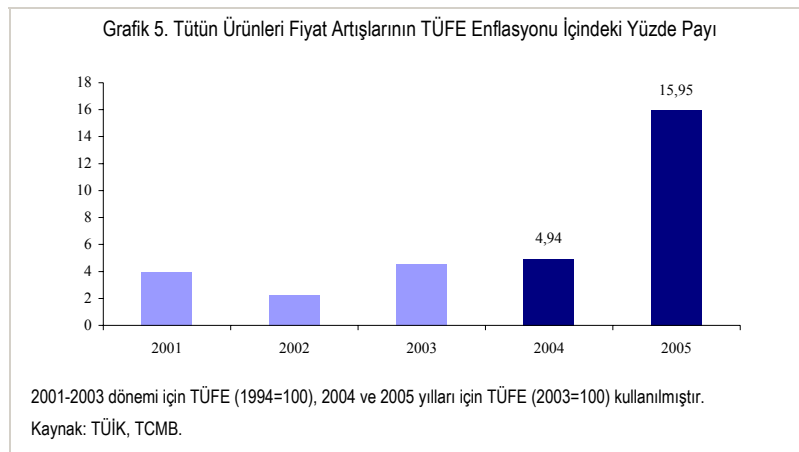
	2005 Yılı				Yıllık
	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	
<b>TÜFE</b>	<b>0,83</b>	<b>1,74</b>	<b>1,30</b>	<b>3,65</b>	<b>7,72</b>
<b>1. Mallar</b>	<b>-0,24</b>	<b>1,16</b>	<b>0,80</b>	<b>4,42</b>	<b>6,21</b>
Enerji	1,73	0,73	3,81	1,20	7,65
İşlenmemiş Gıda	3,61	-7,87	0,25	11,12	6,34
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-1,94	3,91	-0,05	3,79	5,71
Dayanıklı Mallar	-0,37	3,61	-0,80	4,41	6,91
Yarı Dayanıklı Mallar	-3,38	5,75	-1,10	3,76	4,85
Dayaniksız Mallar	2,11	-2,58	2,60	4,91	7,07
<b>2. Hizmetler</b>	<b>3,85</b>	<b>2,77</b>	<b>3,65</b>	<b>1,87</b>	<b>12,68</b>
Kira	4,26	3,74	7,06	4,04	20,48
Lokanta ve Oteller	5,19	2,65	3,29	3,09	14,98
Ulaştırma Hizmetleri	7,87	2,04	6,00	1,11	17,97
Diğer Hizmetler	1,75	2,73	1,72	0,56	6,92

Kaynak: TÜİK, TCMB.

Ülkemizin içinden geçtiği yapısal dönüşüm ve azalmakla birlikte yüksek enflasyon dönemine özgü fiyatlama alışkanlıkları nedeniyle hizmet fiyat artışlarının enflasyona olumsuz katkısının 2006 yılında da devam edeceği tahmin edilmektedir.

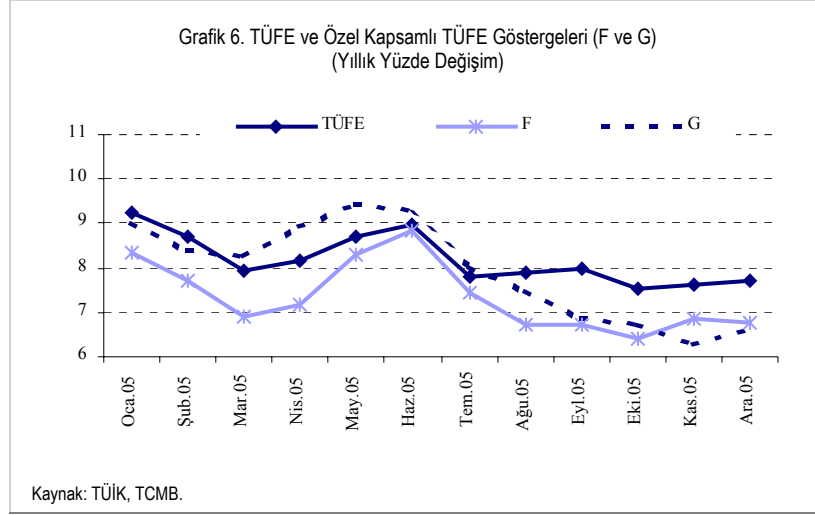


2005 yılında enflasyonu olumsuz etkileyen bir diğer unsur, vergi ayarlamalarının da etkisi ile yüzde 28,33 gibi oldukça yüksek bir oranda artan tütün ürünleri fiyatlarıdır. Söz konusu artışlar, tüketici enflasyonuna yaklaşık 1,23 puan katkıda bulunmuştur. Bir diğer ifade, ile 2005 yılı enflasyonunun yüzde 16'sı tütün ürünlerinden kaynaklanmıştır.

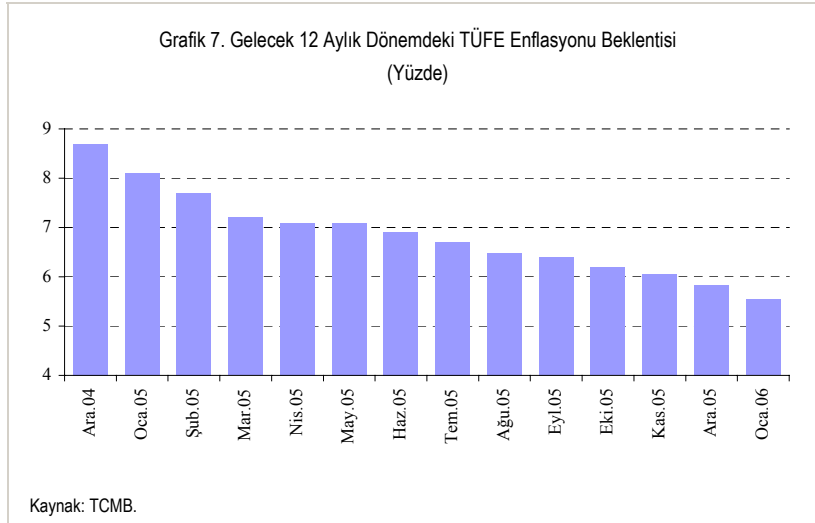


Değerli konuklar, 2005 yılında tütün ürünleri ve petrol fiyat artışlarının enflasyon üzerinde 2 puanı aşkın bir etki yaptığı göz önüne alındığında, mevcut enflasyon eğilimi ile 2006 hedefi arasındaki farkın yüksek olmadığı açıktır. Ayrıca özel

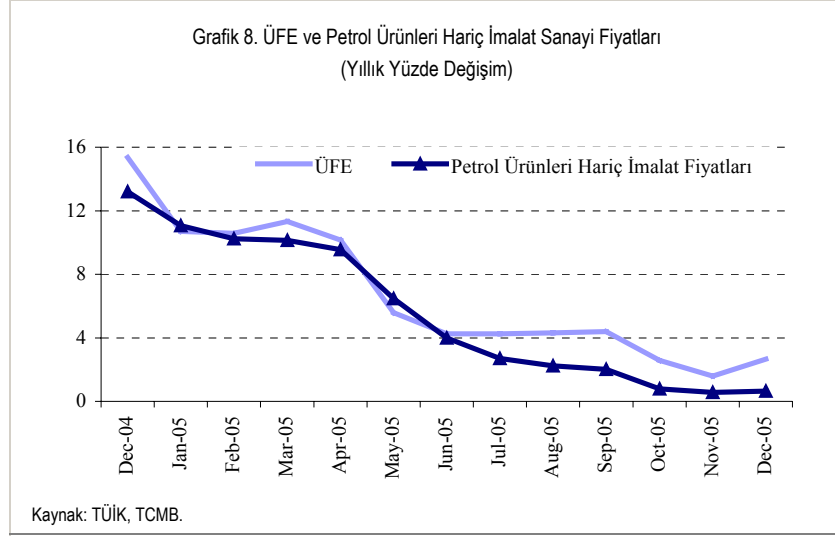
kapsamlı TÜFE endekslerinin artış hızlarının 2005 yılının ikinci yarısında azalması, enflasyonun ana eğilimindeki düşüşün devam ettiğini teyit eder niteliktedir. Aralık ayında söz konusu göstergelerin bazılarında tekrar yukarı yönlü hareket gözlenmiş olsa da, bu gelişmenin bir eğilime dönüşüp dönüşmeyeceği konusunda karar vermek için henüz erkendir.



On iki ay sonrası için beklenen enflasyon, 2005 yılı boyunca kademeli olarak azalmaya devam etmiştir. Öte yandan, 2006 yılı Ocak ayı itibarıyla yıl sonu enflasyon beklentisi ise yüzde 5,7 düzeyindedir.



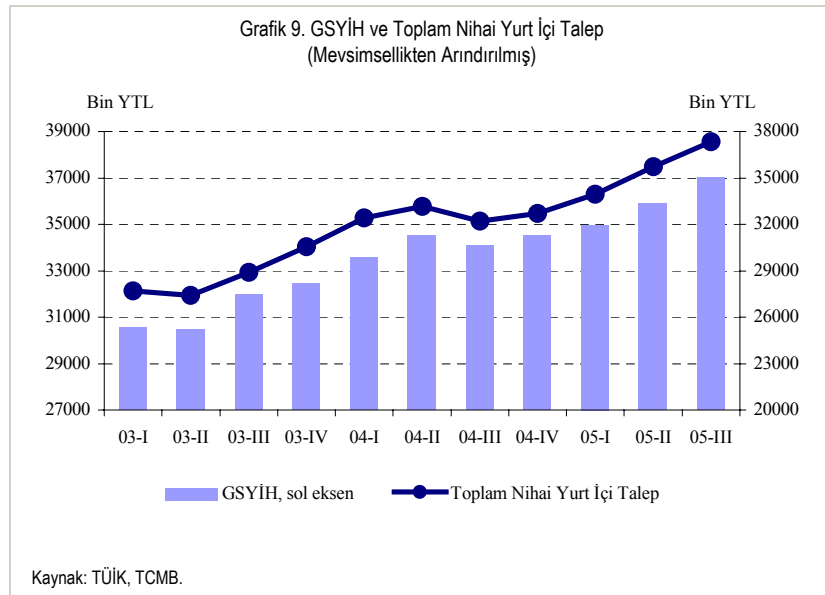
Üretici fiyatları ise olumlu seyrini devam ettirmiştir. Petrol ürünlerinin doğrudan etkili olduğu kalemler dışlandığında, imalat sanayi fiyat artışlarının son derece düşük düzeylerde olduğu görülmektedir. Bu gelişmede verimlilik artışlarının, Yeni Türk lirasındaki güçlü seyrin ve artan dış rekabetin etkili olduğu düşünülmektedir.



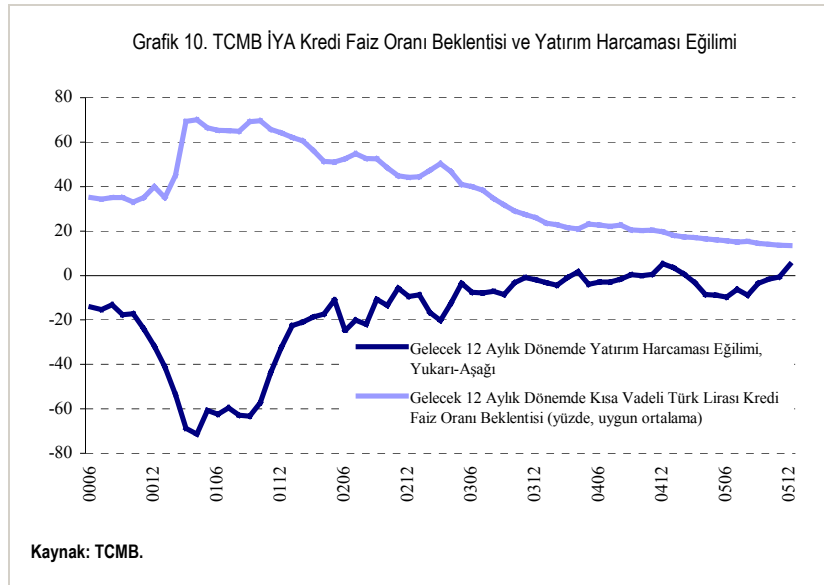
### Arz-Talep Gelişmeleri

Değerli Konuklar,

Şimdi arz ve talep gelişmeleri üzerinde durmak istiyorum. Ekonomik faaliyetteki gelişmelere ilişkin temel göstergelerin başında üç ayda bir yayımlanan milli gelir verileri gelmektedir. Ekonomik faaliyet ile gelecekteki enflasyon arasında yakın bir ilişki olduğundan, bu veriler enflasyon hedeflemesi döneminde daha da önemli hale gelmektedir. Merkez Bankası, enflasyon tahminlerini oluştururken milli gelir rakamlarını temel girdi olarak almakta ve söz konusu rakamların açıklanmasını takip eden 5 haftalık bir süreçte, Banka içinde üretilen bütün bilgi ve analizi içselleştiren bir tahmin ve politika analizi süreci sonrası, birazdan sunacağım nihai tahminlerini oluşturmaktadır. Takdir edersiniz ki bu süreçte ekonomik büyümeye ve talep koşullarına ilişkin verilerin doğru yorumlanması son derece kritik önem taşımaktadır.



Mevsimsellikten arındırılmış GSYİH verileri, yılın üçüncü çeyreğinde ekonomik faaliyetin hızlandığını göstermektedir. Son dönemde açıklanan satış verileri ve tüketim endeksleri ile tüketici eğilim anketlerine ilişkin veriler, başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere tüketim talebinin güçlü seyrini koruduğuna dair sinyaller içermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış veriler, yurt içine yapılan otomobil satışlarındaki artış eğiliminin yılın son üç aylık döneminde de sürdüğünü göstermektedir. Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretiminin Ekim-Kasım dönemindeki ortalama düzeyi bir önceki üç aylık dönemin üzerinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, yılın son üç aylık dönemine ilişkin mevcut talep ve üretim göstergeleri, ekonomik faaliyetin canlılığını koruduğuna işaret etmektedir. Bu bilgiler doğrultusunda makroekonomik program dahilinde yüzde 5 olarak belirlenen 2005 yıl sonu büyüme rakamının aşılması beklenmektedir.

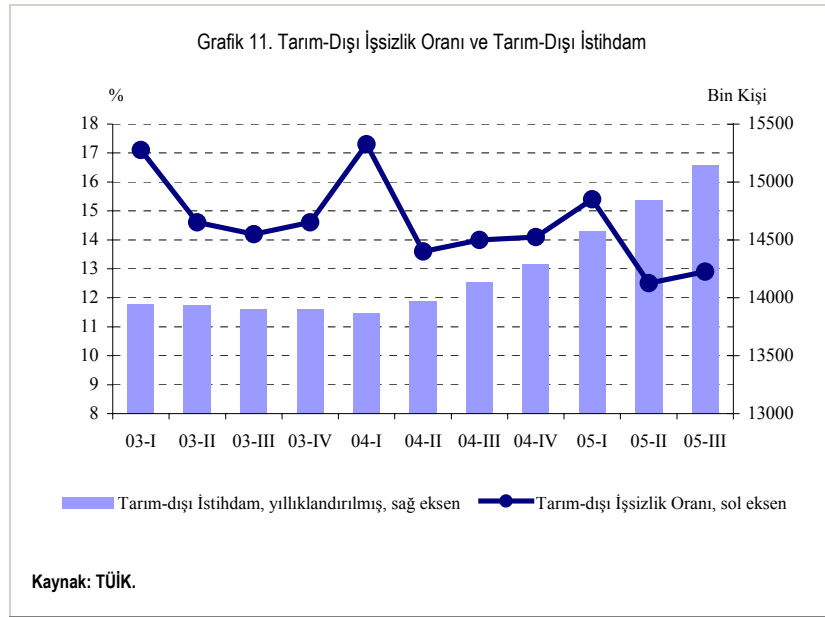


Yatırım harcamasına ilişkin göstergeler, yatırımlardaki hızlı büyüme eğiliminin devam ettiğini göstermektedir. Mevsimsellikten arındırılmış verilere göre makine-teçhizat, büro makineleri ve elektrikli makine sektörleri üretimindeki artışlar devam etmektedir. Ticari araç yurt içi satışları ve sermaye malları ithalatına ilişkin veriler yatırımlardaki canlılığın sürdüğüne işaret etmektedir. İktisadi Yönelim Anketi gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım eğilimi ve kredi faiz oranı beklentileri de yatırımlardaki güçlü büyüme eğilimini destekler niteliktedir. Bu durum, tarım-dışı işgücü talebinde gerçekleşen büyük orandaki yükselişe rağmen verimlilik artışlarının sürmesini sağlayacak bir unsur olarak değerlendirilmektedir.

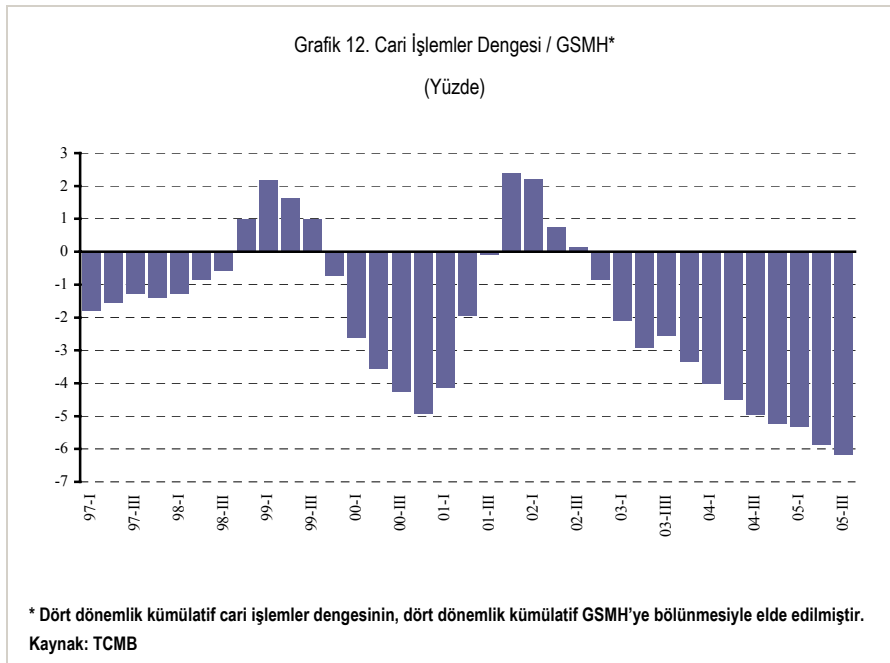
Tarım-dışı istihdamın yıllık bazda çok yüksek artışlar göstermeye devam etmesi, ekonomik faaliyetteki canlılığın istihdama destek verdiğini göstermektedir. Tarım-dışı istihdamın 2004 yılının ikinci çeyreğinden bu yana istikrarlı bir şekilde hızlanarak artması ve tarım-dışı işsizlik oranındaki hızlı gerileme, ekonominin istihdam yaratma performansı açısından arzulanan bir durum olmakla birlikte, talep genişlemesine



destek veren bir yanı da bulunması nedeniyle enflasyon açısından yakından izlenmesi gereken bir gelişmedir.



Sonuç olarak, arz ve talep gelişmelerinin canlılığını koruması nedeniyle artan tüketim ve yatırım talebi sonucu, yatırım ve tüketim malı ithalatındaki hızlı artışlar da devam etmiştir. Ekonomik faaliyetteki canlılığın ve dünya hammadde fiyatlarındaki hızlı artışların etkisiyle ara malı ithalatı da yüksek oranlarda artmıştır. Dünya ekonomisinde güçlü büyümenin sürmesi, artan dışa açıklık ve verimlilik artışları ihracatı destekleyen unsurlar olmuştur. Ancak, biraz evvel sıraladığım nedenlerle ithalat daha hızlı artmış ve cari işlemler açığı yükselmiştir.

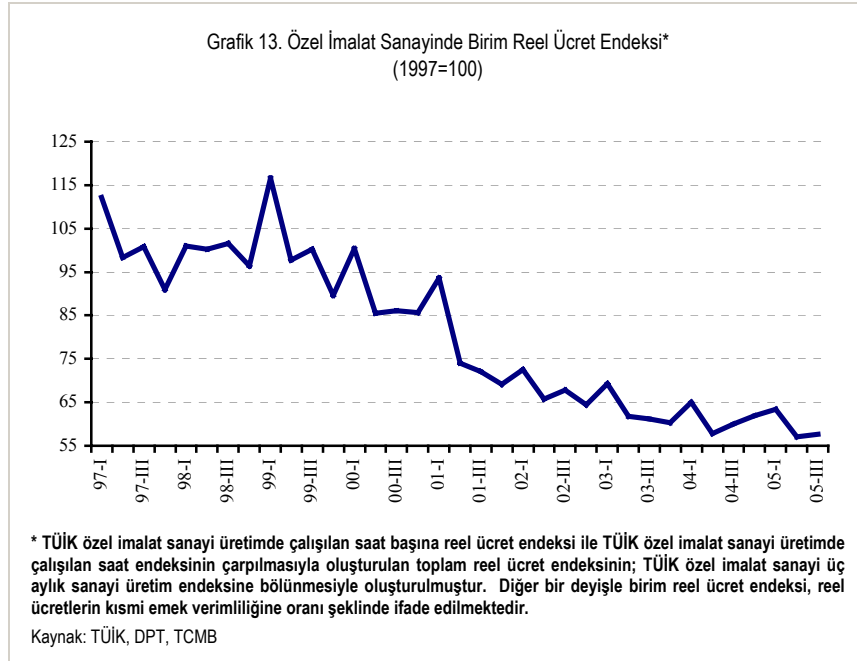


Cari işlemler açığının 2005 yılı sonunda GSMH'nin yüzde 6,2'si civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki ve uzun vadeli kredi kullanımındaki artış eğilimi, cari açığın finansmanı açısından kısa vadede önemli bir sorun yaşanmayacağına işaret etmektedir. Cari açığın sürdürülebilir olmasında finansman yapısındaki iyileşmenin yanında uzun vadeli bir perspektifle ihracat potansiyelinin yükseltilmesi kritik öneme sahiptir. Bu noktada, reel kur düzeyinin ihracatın tek ve ana belirleyicisi olmadığına anlaşılacak yapısal unsurlara odaklanılması gerekliliği bir kez daha vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, istihdam üzerindeki vergi yükünün azaltılması ve enerji maliyetlerinin düşürülmesi gibi maliyet düşürücü önlemlerin mali disiplinle çelişmeyecek şekilde alınmasının yanı sıra, rekabetin artırılması ve yatırım ortamının iyileştirilmesi gibi firmaları verimlilik artışlarına teşvik edecek yapısal düzenlemelerin devamlılığı büyük önem taşımaktadır. Söz konusu çabalar, aynı zamanda enflasyonla mücadeleye destek verecektir.

Bütün bu değerlendirmeler ışığında, önümüzdeki dönemde arz-talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının geçtiğimiz yıllara oranla daha sınırlı olacağı tahmin edilmektedir.

### Üretim Maliyetleri

Enflasyon dinamiklerini belirleyen bir diğer unsur üretim maliyetleridir. Üretim maliyetleri içinde birim reel ücretler, uluslararası hammadde fiyatları ve diğer ara malı fiyatları ayrı bir önem taşımaktadır.



İmalat sanayinde reel ücretlerdeki artışın verimlilik artışının altında kalmasıyla, gerek kamu sektöründe gerekse özel sektörde birim reel ücretlerdeki yıllık azalış eğilimi devam etmiştir. Yatırımların güçlü seyri göz önüne alındığında önümüzdeki dönemde verimlilik artışlarının sürmesi sürpriz olmayacaktır.

	2003	2004					2005		
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
<b>İstihdam<sup>(1)</sup></b>	1,8	0,7	2,7	2,2	2,2	2,0	1,9	-1,7	-1,8
Kamu	-6,8	-13,6	-11,0	-9,6	-9,7	-11,0	-10,2	-7,1	-8,6
Özel	3,1	2,4	4,5	3,7	3,6	3,6	3,2	-1,2	-1,1
<b>Ücret<sup>(2)</sup></b>	-1,9	0,2	5,1	3,4	1,6	2,5	3,2	2,1	1,6
Kamu	-5,3	2,9	7,7	5,6	2,9	4,7	8,7	5,4	9,0
Özel	0,6	2,5	7,5	5,3	3,9	4,8	3,5	2,0	1,0
<b>Verimlilik<sup>(3)</sup></b>	7,2	8,5	13,6	6,4	1,6	7,3	5,1	4,3	6,1
Kamu	8,1	14,8	13,1	5,6	8,5	10,5	7,0	11,8	4,3
Özel	7,9	9,0	15,0	7,6	1,2	8,0	6,1	3,4	5,2
<b>Kazanç<sup>(4)</sup></b>	-6,3	-0,6	3,7	1,5	-0,5	1,3	2,8	2,7	2,5
Kamu	-5,6	-0,6	9,2	1,2	2,5	3,2	10,6	3,5	8,8
Özel	-4,7	2,6	5,9	4,6	2,3	4,3	2,9	3,2	2,0

(1) TÜİK İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.  
(2) TÜİK Dönemler İtibariyle Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.  
(3) TÜİK Dönemler İtibariyle Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.  
(4) TÜİK Dönemler İtibariyle Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

Kamu sektöründe 2006 yılı için öngörülen gelirler politikasına bakıldığında, işçi ücretlerine yapılan zammın enflasyon hedefine yakın bir oranda olduğu görülmektedir. Ancak, ortalama memur maaşında enflasyon hedefinin oldukça üzerinde, yüzde 12,7 oranında artış belirlenmiştir. Öte yandan, 2006 yılı için asgari ücrete yüzde 8,6 oranında zam yapılmıştır. Dolayısıyla, reel ücretlerin 2006 yılında da artış eğilimini sürdürmesi beklenmektedir.

Değerli Konuklar,

İthalat fiyatlarının enflasyona olan katkısında ham petrol fiyatları kritik bir önem taşımaktadır. Ham petrol fiyatları, 2005 yılı içinde oldukça yüksek düzeylere çıkmış; yıl sonuna doğru gözlenen gerilemeye rağmen bu hareket geçici olmuş ve 2006 yılı başında tekrar yükselmiştir. Ham petrol fiyatları şu andaki seviyesinde kalsa dahi enflasyon üzerindeki girdi maliyeti kaynaklı etkilerinin bir süre daha görüleceği düşünülmektedir.

	2004					2005			
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV
İthalat Birim Değer Endeksi	111,4	112,7	116,6	123,3	116,0	125,4	124,6	122,9	125,4 <sup>(1)</sup>
Ham Petrol Fiyatları (\$/varil)	30,0	32,0	36,7	39,6	34,6	41,7	48,0	56,6	54,1 <sup>(2)</sup>
Emtia Fiyatları Endeksi	117,3	126,7	136,1	140,9	130,2	151,4	162,0	182,2	180,6 <sup>(1)</sup>
Metal Fiyatları Endeksi	130,0	130,2	133,8	141,9	134,0	161,5	163,5	168,2	172 <sup>(1)</sup>

(1) 2005 yılı dördüncü çeyrek verileri Ekim ayını kapsamaktadır.  
(2) Kasım ve Aralık ayları verileri için tahmin kullanılmıştır.  
Kaynak: DPT, IFS, TÜİK.

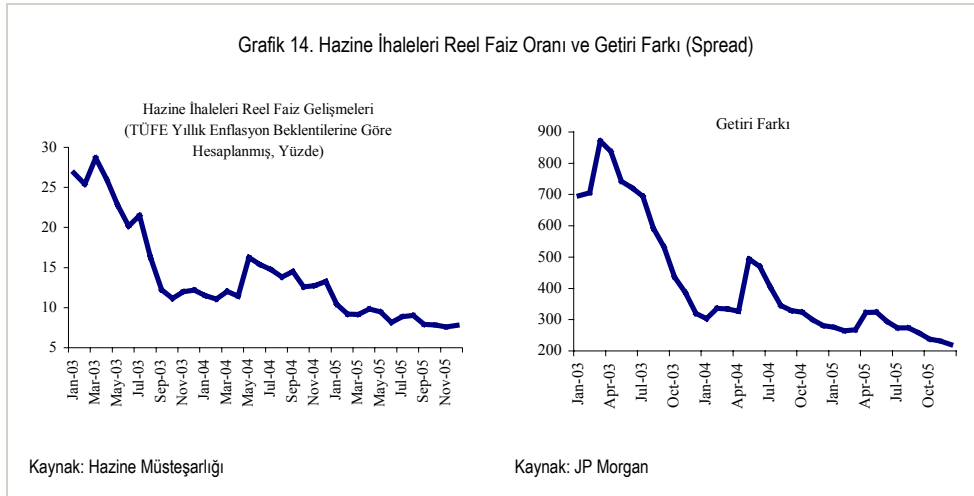
Türkiye İstatistik Kurumu tarafından açıklanan ithalat birim değer endeksinde yıl boyunca devam eden gerileme eğiliminin Ekim ayında tersine döndüğü görülmektedir. Uluslararası metal fiyatlarında ise yükseliş eğilimi güçlenerek yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Üretim artışlarının gecikmeli olarak talep artışlarına yanıt vermesi,

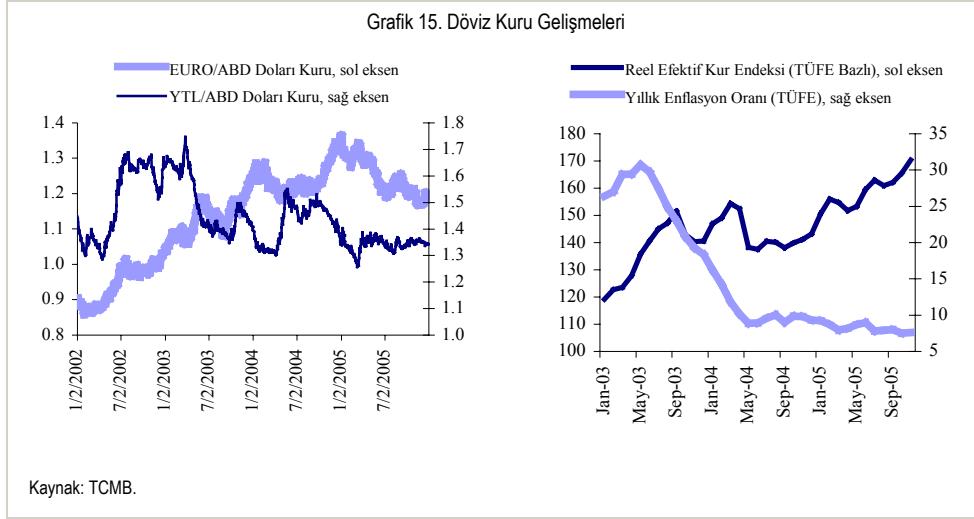
bununla beraber bazı metallere talep artışının stoklardan karşılanmış olması, Çin ve Hindistan kökenli talebin canlılığını korumaya devam etmesi gibi nedenlerle uluslararası metal fiyatlarında 2006 yılının ilk çeyreğinde herhangi bir gerileme beklenmemektedir. Sonuç olarak, petrol başta olmak üzere, hammadde fiyatlarının 2006 yılı enflasyon hedefi açısından risk unsuru olmaya devam etmesi beklenmektedir.

### ***Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık***

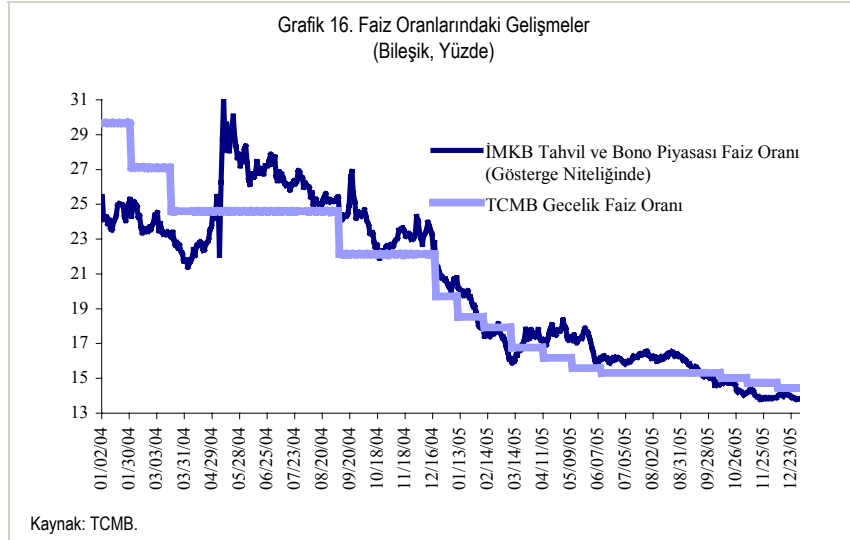
Değerli Konuklar,

Son dönemde beklentilerde süregelen iyileşmeler paralelinde risk algılamasındaki azalma devam etmiştir. Para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu bekleyişler olumlu seyrini korumuştur. Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, Avrupa Birliği'ne tam üyeliğe yönelik müzakerelerin başlaması, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk lirası cinsinden yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür.

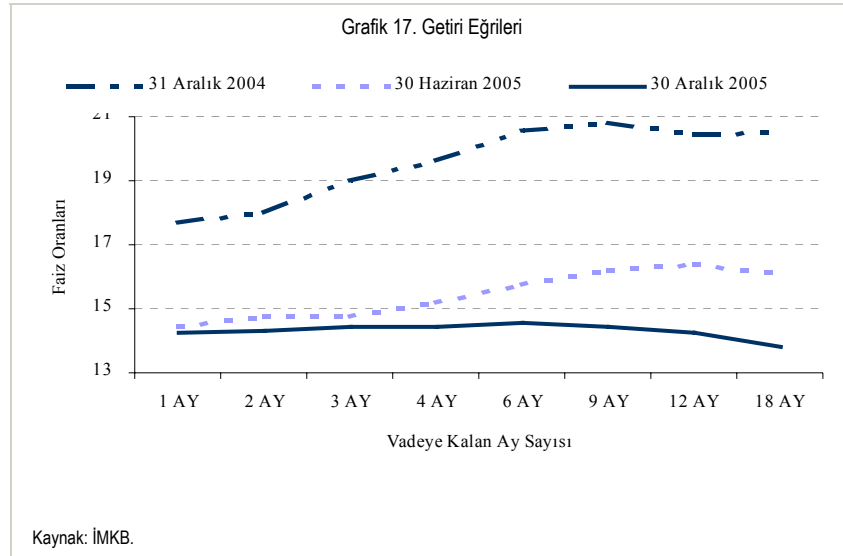




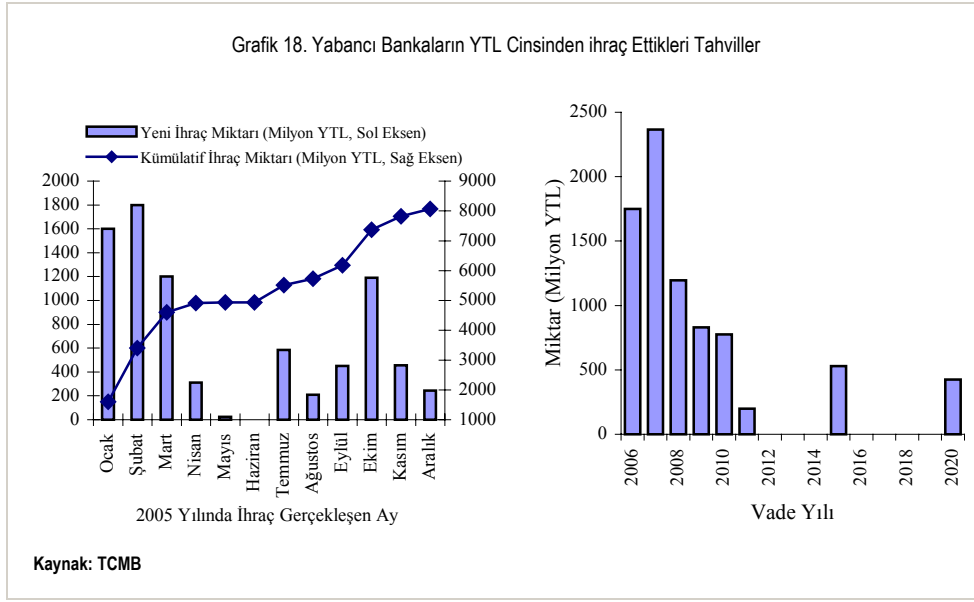
Merkez Bankası, 2005 yılı başında yüzde 18 olan kısa vadeli borçlanma faizini kademeli olarak indirerek yıl sonunda yüzde 13,5 seviyesine düşürmüştür. 2005 yılının ikinci yarısından itibaren orta vadeli bir perspektifle 2006 yıl sonu enflasyonuna odaklanmaya başlayan Merkez Bankası, enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan unsurlara dikkat çekerek temkin düzeyini artırmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki Devlet İç Borçlanma Senedinin faiz oranının hareketi de Merkez Bankası faiz kararlarını bazı dönemlerde takip etmekle beraber, risk primindeki gelişmelere bağlı olarak üzerinde ya da altında seyredebilmektedir. 2005 yılı Ekim ayından sonra ise gösterge faizin Merkez Bankası gecelik borçlanma faizinin de altında seyretmekte olduğu görülmektedir.



Getiri eğrileri, 2005 yılı ortasında 2004 yılı sonuna kıyasla her vadede aşağı kaymıştır. Bu gelişmede, Merkez Bankasının faiz indirimlerine devam edeceği beklentisi ve yukarıda sıralanan gelişmeler eşliğinde risk priminde süregelen düşüş etkili olmuştur. Yıl sonunda oluşan faiz hadlerinin Haziran 2005 sonuna göre her vadede daha aşağıda olduğu görülmektedir. Ancak söz konusu düşüş yılın ilk yarısına göre daha sınırlı olmuştur. 2006 yılında beklentiler kanalıyla verim eğrisini etkileyebilecek unsurların başında para politikasının duruşu, AB yakınsama süreci ve yapısal reformlarla ilgili gelişmeler gelmektedir.



2005 yılında gerçekleştirilen para reformu ile Türk lirasından altı sıfırın atılması, YTL cinsinden borçlanma araçlarının uluslararası takas kuruluşlarında saklanmasına olanak tanımıştır. Ekonomideki olumlu gelişmeler ile birlikte, yabancı finans kuruluşları YTL cinsinden tahvil ihraçlarına başlamışlardır. Söz konusu tahvillerin ihracı hem vade uyumsuzluğu yaratmaksızın Türkiye’de YTL fon arzının genişlemesine imkan tanıdığı için, hem de Hazine’nin uzun vadeli tahvil ihraç edebilme yetisini artırdığı için, ekonomide vadelerin uzamasına ve finansal derinliğin artmasına katkıda bulunmaktadır. Bütün bu gelişmeler enflasyon hedeflemesinin işlevselliği açısından olumlu sinyaller içermektedir. Vadelerin uzaması ve risk priminin azalmasıyla, para politikasının sadece mevcut seviyesi değil, aynı zamanda gelecek dönemde alacağı duruş önem kazanmakta, bu da Merkez Bankası’nın orta vadeli bir perspektifle hareket edebilmesine olanak tanımaktadır.



Tüketici kredilerinde yıllık artış hızları son dönemde yavaşlamış olsa da özellikle konut kredilerinde yüksek seviyelerini korumaktadır. Konut kredilerinin tüketici kredileri içindeki payı 2004 yılı başında yüzde 14 iken, bugün itibarıyla yüzde 44 seviyesine ulaşarak taşıt kredilerinin ve diğer kredilerin önüne geçmiştir. Ülkemizde toplam kredilerin milli gelire oranının hala düşük düzeylerde olması, faiz oranlarındaki düşüş ve uzun vadeli kredi arzındaki artış ile birlikte kredilerin ortalama vadelerinin uzaması, bankacılık sisteminin artan sermaye ve kârlılık yapısı ve Hazine borçlanma ihtiyacındaki azalışın sürmesi gibi unsurların önümüzdeki dönemde de kredi hacmindeki genişlemeyi destekleyeceği tahmin edilmektedir. Öte yandan, artan borçluluk nedeni ile kredi artış hızının orta vadede doyuma ulaşarak daha istikrarlı bir seyir takip edebileceği ve yıllık reel artış hızında görece bir yavaşlama olabileceği düşünülmektedir.

**Tablo 4. Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi  
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)**

	2004Ç3	2004Ç4	2005Ç1	2005Ç2	2005Ç3	2005Ç4
Tüketici Kredileri	7,7	4,0	17,6	23,4	23,3	14,0
Konut Kredileri	12,4	9,1	33,7	61,9	50,6	32,9
Taşıt Kredileri	4,5	0,7	-0,7	11,7	11,4	5,6
Diğer Krediler	8,3	4,4	23,8	11,7	11,3	1,2
Kredi Kartları	14,6	25,5	-2,4	8,4	6,3	1,9

**Kaynak: TCMB.**

Merkez Bankası, orta vadeli bir perspektif içinde, başta konut kredileri olmak üzere toplam kredi artış hızını gerek fiyat istikrarı gerekse finansal istikrar açısından yakından izlemeye devam etmektedir.

## Kamu Maliyesi

Değerli Konuklar,

Son yıllarda mali disiplin, ekonomide istikrarın sağlanmasında ve dolayısıyla enflasyondaki düşüşle eş anlı olarak hızlı büyümenin devam etmesinde rol oynayan temel unsurlardan biri olmuştur. Önümüzdeki dönemde, istikrar ve güven ortamının korunması, para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi ve bu çerçevede enflasyonun hedeflenen seviyelerde gerçekleşmesi için mali disiplinin sürdürülmesi kritik önemini korumaktadır.

2006 yılı başından itibaren üç yıllık orta vadeli bütçe uygulamasına geçilmesi, bu dönem boyunca faiz dışı bütçe fazlası hedefinin GSMH'nin yüzde 6,5'i olarak açıklanması ve yoğun yapısal reform programı, sürdürülebilir mali disiplinin sağlanması yönündeki kararlılığın önümüzdeki dönemde de devam edeceğine işaret etmektedir.

	Gerçekleşmelerin Bütçe Tahminlerine Oranı * (Yüzde)		2005-2004 Yıllık Artış Oranı		GSMH İçindeki Pay (%) Yıllık Artış Oranı (%)		
	2004	2005	Yüzde artış	2005*	2006*	2005*	2006*
	Ocak-Kasım	Ocak-Kasım	Ocak-Kasım	Yıl Sonu	Program	Yıl Sonu	Program
<b>Gelirler</b>	89,2	95,9	22,8	27,0	26,7	18,3	10,0
<b>1.Genel Bütçe Gelirleri</b>	89,1	95,9	22,9	26,6	26,3	18,2	10,1
Vergi Gelirleri	90,0	90,7	19,3	22,1	21,9	18,8	10,5
Diğer Gelirler	84,8	127,4	41,1	4,5	4,4	15,3	7,9
<b>2. Katma Bütçe Gelirleri</b>	94,8	93,2	19,3	0,4	0,4	21,3	5,8
<b>Harcamalar</b>	87,3	81,4	2,9	30,1	29,1	3,5	7,8
Faiz Harcamaları	92,6	73,4	-20,8	9,6	8,6	-17,8	-0,3
Faiz Dışı Harcamalar	83,8	86,0	20,4	20,5	20,6	17,7	11,5
Personel Giderleri	92,5	93,4	11,3	6,5	6,6	9,3	12,7
Mal ve Hizmet Alımları	62,8	70,3	27,4	2,9	3,0	11,3	12,8
Cari Transferler	92,9	99,0	25,1	7,4	6,9	30,2	3,7
Sosyal Güvenlik Kurumları	93,8	100,8	22,2	4,8	4,3	24,1	-0,7
Sermaye Giderleri	62,5	64,4	29,1	2,0	2,0	21,8	9,5
<b>Bütçe Dengesi</b>	80,5	18,7	-77,7	-3,1	-2,4	-52,4	-11,8
<b>Faiz Dışı Denge</b>	106,6	131,8	29,0	6,5	6,1	20,0	5,2
<b>Program Tanımlı Faiz Dışı Denge</b>	110,9	109,7	5,7	4,8	5,1	6,4	17,2

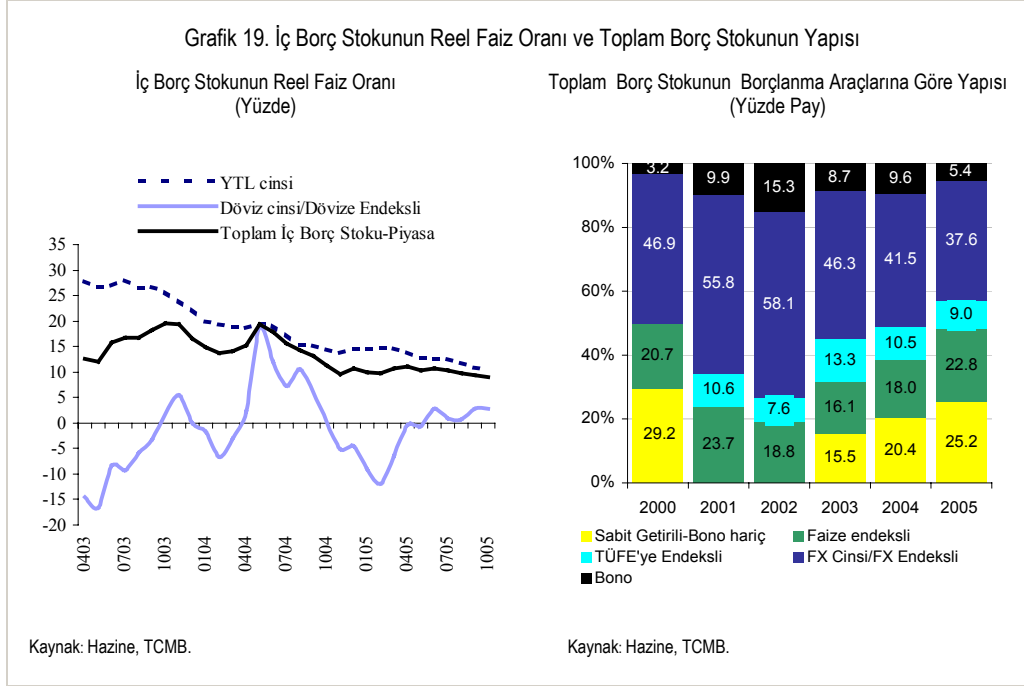
Kaynak: Maliye Bakanlığı, DPT.  
\*DPT 2006 Yılı Programından alınmıştır.

Kamu kesimi faiz dışı fazla hedefi ile tutarlı olarak hazırlanan 2006 yılı bütçesi, vergi dışı gelirlerin artış eğilimini sürdürmesinin de etkisiyle orta vadede denk bütçe hedefine yaklaşılabileceğine işaret etmektedir. Hiç şüphesiz, bütçe hedeflerine ulaşabilmesi amacıyla dolaylı vergilere başvurulmasının enflasyon açısından oluşturacağı riskler göz ardı edilmemelidir.

Borç stokundaki gelişmeler, özellikle risk primi üzerindeki etkisi nedeniyle para politikası ve enflasyon açısından önem arz etmektedir. Ekonominin normalleşme süreci ve enflasyon beklentilerindeki düşüşle paralel olarak gerileyen faizler ve uzayan vadeler, kamunun borçlanma gereksiniminin azalmasını sağlamakta ve bankaların portföy tercihlerini değiştirerek kredi arzını desteklemektedir. Hazine'nin 2006 yılı



için açıkladığı finansman programı, önümüzdeki dönemde de aynı eğilimin süreceğine dair önemli bir sinyal niteliğindedir. Ayrıca, 2005 yılında bir yandan borçlanma vadelerinin uzaması, diğer yandan döviz cinsi ve dövize endeksli borçların toplam borç stoku içindeki paylarının düşme eğilimi göstermesi borç stokunun çevrilebilirliği konusundaki beklentileri de olumlu etkileyecektir.



2005 yılında Hazine'nin Merkez Bankası nezdinde tuttuğu nakit rezervlerini artırması, piyasalardaki borçlanmasını kolaylaştırmıştır. Borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılmasına imkan tanıyacak ve geçici şoklar karşısında yüksek maliyetle borçlanmayı engelleyecek şekilde, 2006 yılı boyunca da yüksek düzeyde nakit rezerv tutulması öngörülmektedir. Ayrıca, 2006 yılında borçlanma vadesinin uzatılması ve ağırlıklı olarak sabit faizli ve YTL cinsi borçlanılması yönündeki uygulamaya devam edilecektir. Sonuç olarak, enflasyon tahminleri oluşturulurken bütün bu uygulamaların borç stokunun içerdiği riskleri daha da azaltarak beklentileri olumlu yönde etkilediği bir çerçeve göz önünde bulundurulmuştur.

### **Orta Vadeli Tahminler**

Değerli Konuklar,

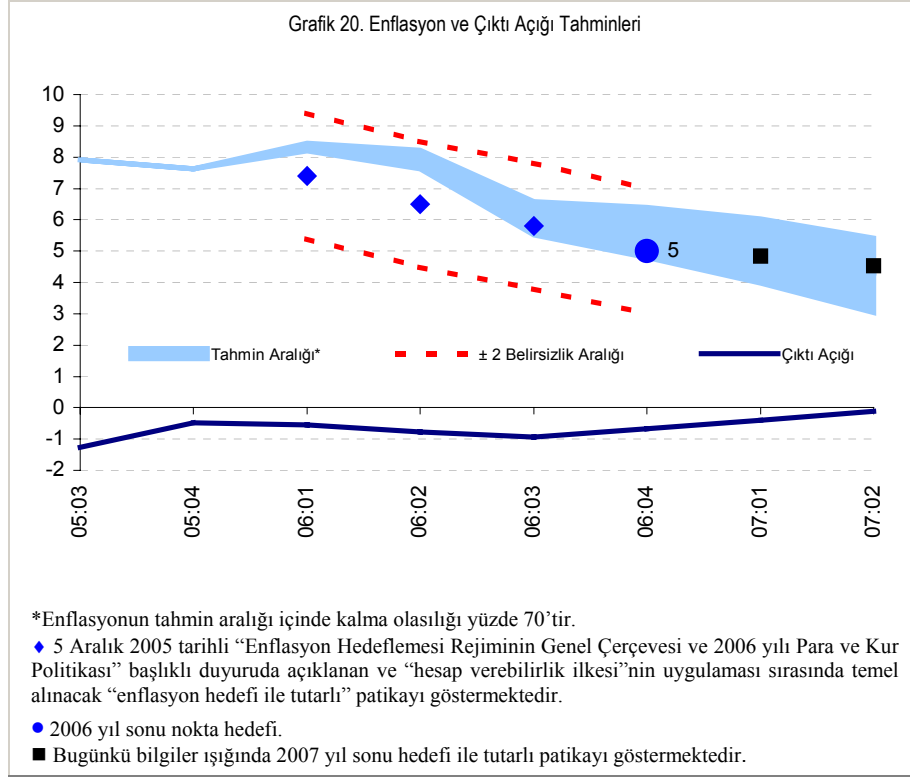
Buraya kadar özetlediğim gelişmeler enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlayarak da olsa devam edeceğine işaret etmektedir. Bu noktada önemli olan soru, bu saptamanın orta vadeli hedeflere ulaşılabilirlik açısından ne ifade ettiğidir. Zira para politikası oluşturulurken, gecikmeli etkiler göz önüne alınarak enflasyonun *orta vadedeki* görünümünün hedeflerle uyumlu olması esas alınmaktadır. İşte bu soruya yanıt

verebilmek amacıyla, makroekonomik görünüm ile tutarlı olarak üretilen enflasyon tahminleri, Enflasyon Raporunun son bölümünde ayrıntılı olarak sunulmaktadır.

Para Politikasının gecikmeli etkilerinin yoğun olarak görüldüğü dönem, bir buçuk yıllık bir zaman dilimini kapsadığından, enflasyon tahminleri 2007 ortasına kadar verilmektedir. Bu çerçevede aynı zamanda, dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmeyerek orta vadeli hedeflere vurgu yapılabilmesine ve politika tepkisinin zamana yayılabilmesine olanak vermektedir. Gerek Aralık ayında tütün ürünleri fiyatlarındaki, gerekse Ocak ayında petrol fiyatlarındaki artışların enflasyon üzerinde oluşturduğu kısa vadeli etkilerin bu bağlamda değerlendirilmesi gerekmektedir.

Orta vadeli enflasyon tahminleri, şu ana kadar çerçevesini çizdiğim makroekonomik görünümün niceliksel hale getirilmesiyle elde edilmiştir. Tahminler üretilirken; model sonuçları, uzman görüşleri ve Para Politikası Kurulunun değerlendirmeleri de göz önüne alınmıştır. Bu noktada tahminler yorumlanırken dikkat edilmesi gereken son derece önemli bir hususun altını çizmek istiyorum: Enflasyonun gelecekte alacağı değerler enflasyonu etkileyen çok sayıda unsurun bileşkesidir. Bu unsurlardan bir tanesi de para politikasının bugün ve gelecekte nasıl şekilleneceğidir. Bu doğrultuda, tahminler, para politikasının gelecekteki davranış biçimine dair çeşitli varsayımlar altında ele alınmaktadır. Bu sunum şekli, hem şeffaflığı artırdığı için, hem de daha fazla bilgi aktarımı sağladığından dolayı tercih edilmiştir. Kuşkusuz zaman içinde ekonomik birimlerin enflasyon hedeflemesi ile ilgili algılamaları geliştikçe söz konusu gösterim de değişebilecektir.

Bu doğrultuda raporda yer alan ilk tahmin grafiği, Merkez Bankası politika aracı olan kısa vadeli faizlerin yılın başında yatay bir seyir izlediği ve sonrasında kademeli olarak aşağı indiği bir para politikası duruşu altında sunulmuştur. Böyle bir perspektifte 2006 yılı sonunda enflasyonun büyük bir olasılıkla yüzde 4,7 ile 6,3 aralığında gerçekleşeceği ve bugünden bir buçuk yıla uzanan zaman diliminde düşmeye devam edeceği tahmin edilmektedir. Burada dikkat çekilmesi gereken hususlar, söz konusu faiz politikasının bugünkü bilgiler ışığında orta vadeli hedeflerle tutarlı olarak türetilmiş bir patika olduğu, *Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt niteliğini “kesinlikle taşımadığı” ve ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde bu patikanın da doğal olarak değişeceği*dir.



Grafikte de görüldüğü gibi, 2006 yılının ilk çeyreğinde enflasyon yukarı doğru bir hareket gösterecek, ikinci çeyreğinde ise tekrar aşağı doğru yönelecektir. Bu durum şöyle açıklanabilir: 2005 yılının ilk çeyreğinde gıda, sağlık ve eğitim sektörlerinde yapılan KDV indirimleri, fiyat artışlarını sınırlamıştır. İçinde bulunduğumuz aydaki soğuk hava koşulları, tütün ürünleri zammı ve petrol fiyatlarındaki yüksek artışlar göz önüne alındığında, 2006 yılının ilk çeyreğindeki fiyat artışlarının geçtiğimiz yıla oranla daha yüksek gerçekleşmesi ve bunun sonucu olarak *yıllık* enflasyondaki düşüşün önümüzdeki aylarda duraksaması beklenmektedir. Ancak, geçici koşullar ortadan kalktığında, enflasyonun normal şartlar altında 2006 yılının ikinci çeyreğinden itibaren tekrar düşüşe geçeceği tahmin edilmektedir. Üçüncü çeyrekte ise düşüş eğilimi belirginleşecek ve enflasyon yıl sonunda hedefe yakın gerçekleşecektir.

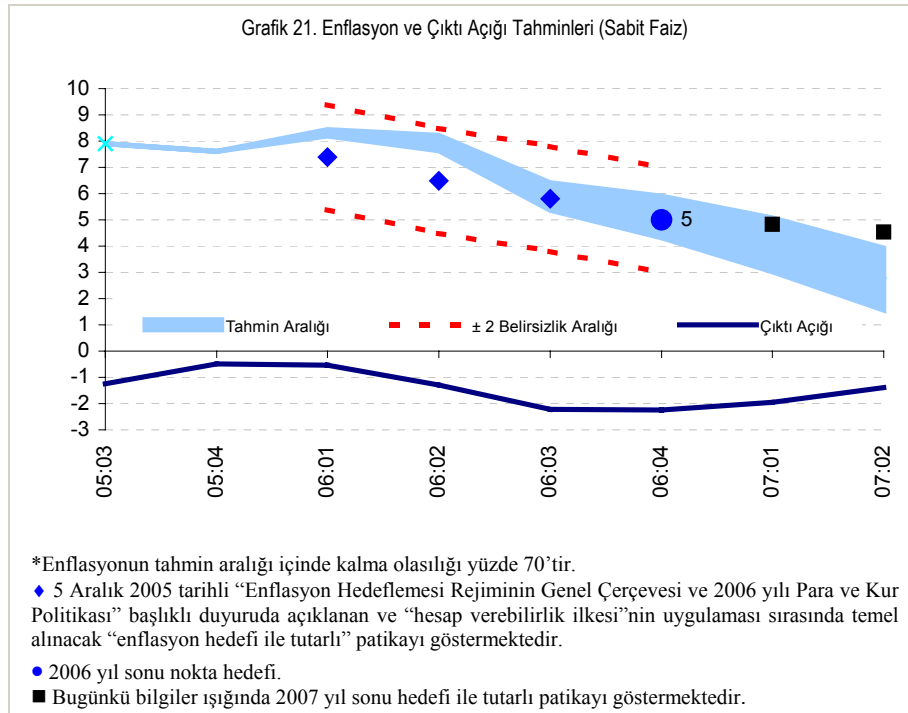
Değerli Konuklar,

Para politikasının gecikmeli etkilerinin bir buçuk yıllık bir zaman dilimini içerdiği bir çerçevenin göz önüne alındığından söz etmiştim. İşte bu nedenle, bugün itibarıyla yapılan tahminler 2007 yılının ilk yarısını kapsayacak şekilde sunulmaktadır. *Bugünkü bilgiler ışığında* ve yukarıda sıralanan varsayımlar altında, 2007 yılının ikinci çeyreği itibarıyla enflasyonun yüzde 3 ile yüzde 5,5 arasında kalarak orta vadeli hedeflerle uyumlu olacağı tahmin edilmektedir.

Grafikte aynı zamanda enflasyon tahminiyle uyumlu çıktı açığı tahminleri de verilmektedir. Biraz önce ifade ettiğim para politikası varsayımı altında, çıktı açığının 2006 yılı boyunca negatif kalmaya devam etmekle beraber sıfıra yakın gerçekleşeceği

ve yatay bir seyir izleyeceği tahmin edilmektedir. Çıktı açığının negatif olması, toplam talep düzeyinin enflasyon üzerinde baskı yaratmadığı anlamına gelmektedir. Bir diğer ifadeyle, Türkiye ekonomisi 2006 yılında potansiyel büyüme hızına yakın oranlarda büyüyecektir. Tahminlere göre, yurt içi nihai talep istikrarlı olarak artmaya devam ederken, görece fiyat farklılaşmasına dayalı olarak net ihracatın yurt içi katma değere yaptığı katkının sınırlı kalacağı ve toplam talebin yurt içi bileşeninin enflasyonun düşüş sürecine verdiği desteğin sınırlı da olsa devam edeceği tahmin edilmektedir.

Bir sonraki grafikte sunulan tahminler ise, biraz önce çerçevesini çizdiğimiz mevcut durum saptamasının aynı şekilde korunduğu, ancak, Merkez Bankası politika faizlerinin 2006 yılı sonuna kadar yüzde 13,5 düzeyinde sabit tutulduğu bir ana senaryo altında oluşturulmuştur. *Sabit faiz senaryosunda orta vadeli yaklaşım gözetilmemekte, para politikası tamamen mekanik bir varsayım olarak ele alınmaktadır.* Böyle bir duruş altında enflasyondaki düşüşün bir önceki senaryoya kıyasla daha hızlı olacağı ve enflasyonun 2006 yılı sonunda yüzde 4,2 ile 5,8 aralığında, 2007 yılı ortasında ise yüzde 1,5 ile yüzde 4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, enflasyon, *sabit faiz varsayımı altında*, 2007 yılının ortası itibarıyla orta vadeli hedeflerle tutarlı patikanın altında kalmaktadır. Yine aynı senaryo altında, çıktı açığı 2006 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde negatif olmakta, toplam talep bir önceki grafikte sunulan tahminlerin altında gerçekleşmekte ve ekonomi 2006 yılında potansiyel düzeyinin altında büyümektedir.



## *Temel Risk Unsurları*

Değerli Konuklar,

Kuşkusuz biraz önce açıkladığım tahminler enflasyonu etkileyen unsurlara ilişkin bir çok temel saptama ve varsayımı da içinde barındırmaktadır. Tahminlerin *bugünkü bilgi seti ışığında* üretildiğini burada tekrar vurgulamak gereğini duyuyorum. Tahminlerin arkasında yatan bütün varsayımların zaman içinde değişme ihtimalinin olduğu ve böyle bir durumda, doğal olarak, hem tahminlerin hem de para politikasının geleceğe yönelik duruşunun değişeceği unutulmamalıdır. Örneğin, gıda fiyatlarındaki oynaklıklar, dolaylı vergi ayarlamaları veya biraz evvel söylediğim diğer varsayımları etkileyebilecek gelişmeler, tahminlerin ve politika perspektifinin gözden geçirilmesine neden olacaktır.

Değerli Konuklar,

Sunumun son bölümünde tahminlerin belirgin olarak gözden geçirilmesine yol açabilecek risklerden bazılarını ayrıntılı olarak değinmek istiyorum.

Petrol fiyatları konusunda Dünyada yapılan tahminler sık sık değişmekte ve tutarlı bir görünüm arz etmemektedir. Bu nedenle Merkez Bankası, petrol fiyat artışlarının devam etme olasılığını temel risk unsurları arasında değerlendirmektedir. Petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkileri birincil ve ikincil etkiler olarak ikiye ayrılabilir. Birincil etkiler, petrol fiyatlarının yoğun olarak girdi niteliği taşıdığı mal ve hizmetlerde görülmektedir. Özellikle ulaştırma ve konut grubunun bazı alt kalemlerinde kendini gösteren birincil etkiler, 2005 yılında enflasyona olumsuz katkıda bulunmuştur. Petrole duyarlı alt kalemlerin enflasyona katkısı yıl içinde 1,5 puana kadar çıkmakla birlikte, petrol fiyatlarının yılın son döneminde gevşemesiyle beraber yılın genelinde toplam etki 1 puan civarına düşmüştür.

İkincil etkiler ise daha çok görelî fiyatlar ve bekleyişler yoluyla ortaya çıkmaktadır. Örneğin, petrol fiyatlarındaki yükselişin genel TÜFE endeksini etkilemesi ve bu yolla enflasyon bekleyişlerinin yükselerek bu durumun fiyatlama davranışlarına ve ücretlere yansımaları ikincil etki olarak ifade edilebilir. Petrol fiyatlarının yükselmesi durumunda bu yükselişin birincil etkilerine karşı merkez bankalarının tepki vermemeleri gerektiği genel kabul gören bir görüştür. Nitekim, 2005 yılında petrol fiyatlarının ikincil etkileri sınırlı kalmış ve dolayısıyla Merkez Bankası tepki vermemiştir. 2005 yılı boyunca enflasyonun 1,6 puan düşmesine rağmen 12 ay sonrası için enflasyon bekleyişlerinin yaklaşık 2,9 puan düşmesi, ikincil etkilerin 2006 yılının başında da sınırlı kalmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

Önümüzdeki dönem tahminlerinde belirgin bir sapma potansiyeli oluşturan ikinci unsur, risk priminde oynaklığa yol açabilecek gelişmelerdir. Risk priminin; uluslararası likidite koşullarındaki olası dalgalanmalar, AB yolunda çıkabilecek olası pürüzler veya diğer gelişmelerden etkilenmesi her durumda mümkündür. Son yıllarda gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak düşük düzeylere inmiş

olması, global fonların özellikle Türkiye gibi istikrar yolunda önemli adımlar atan gelişmekte olan ülkelere yönelmesine sebep olmuştur. Bu eğilimlerin tersine dönmesi durumunda mali piyasalarda dalgalanmalar olabilecektir. Her ne kadar son dönem gelişmeleri 2006 yılında da bu eğilimin devam edebileceğine dair sinyaller içerse de, söz konusu yönden gelebilecek şoklar, içinde bulunduğumuz konjonktürde enflasyon üzerinde etkili olabilecektir. Böyle bir durumda, şokun geçici olarak algılanması halinde orta vadeli yaklaşım çerçevesinde hareket edilecek ve kısa vadede tepki verilmeyecektir. Diğer yandan, risk primindeki kalıcı bir artış, Yeni Türk lirasının kalıcı olarak değer kaybetmesine yol açarak enflasyon üzerinde baskı yaratabilecektir. Zira döviz kuru-enflasyon ilişkisi dalgalı kur rejiminde yavaşlamış olmakla beraber, bu dönemde kalıcı artışların etkileri tam olarak test edilmiş değildir. Bu bağlamda, risk primindeki kalıcı bir hareket para politikasının tepki vermesini gerektirebilecektir.

Bunların dışında; tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki oynaklıklar, diğer enerji ve emtia fiyatları, dolaylı vergi ayarlamaları ve kamu tarafından kontrol edilen mal ve hizmet fiyatlarından kaynaklanabilecek riskler de her zaman mevcuttur.

Değerli Konuklar,

Ekonomide bu tür şokların her zaman ortaya çıkabileceği unutulmamalıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde asıl olan Merkez Bankasının enflasyonu orta vadede *hedefe yakın tutacağı* taahhüdünü vermesi, bu bağlamda tahminlerini şeffaf bir şekilde açıklayabilmesi ve enflasyona bir şok geldiğinde tekrar hedefe yakınsama süresi ile bu konuda izlenecek para politikası konusunda kamuoyunu bilgilendirmesidir. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bu ilkeleri yerine getirmek üzere yola çıkmıştır.* Enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikasında bir son olmadığı; aksine, kesintisiz bir “gelişme” sürecinin başlangıcı olduğu unutulmamalıdır. Bu süreçte kamuoyu ile karşılıklı etkileşimin ve bilgi paylaşımının artması ve rejimin daha işlevsel kılınabilmesi bakımından Enflasyon Raporunun dikkatle okunması büyük önem taşımaktadır.

Teşekkür ederim.