

## PARA POLİTİKASI KURULU TOPLANTI ÖZETİ

Toplantı Tarihi: 17 Ocak 2008

### *Enflasyon Gelişmeleri*

1. Aralık ayında tüketici fiyatları yüzde 0,22 oranında artmış ve 2007 yıl sonu enflasyonu yüzde 8,39 olmuştur. Hizmet grubu yıllık enflasyonu kira ve ulaştırma hizmetlerindeki olumlu seyir ile birlikte Aralık ayında tekrar düşme eğilimi göstermiştir.
2. İşlenmemiş gıda fiyatlarında yılın son iki ayında görülen kısmi düzeltme hareketi sonucunda grup fiyatlarının yıllık artış hızı yavaşlamıştır. Diğer taraftan, işlenmiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışlar kısmen yavaşlamakla birlikte Aralık ayında da sürmüştür. İşlenmiş gıda fiyatları yılın ikinci yarısında yüzde 9,8 oranında artarak özel kapsamlı göstergelerin yıllık artışını olumsuz etkilemiştir. Son dönemde kuraklığa ilişkin verilerin önceki dönemlere kıyasla daha olumlu bir görünüm çizmesi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki düzeltme hareketinin sürebileceğine işaret etmektedir. Öte yandan, işlenmiş gıda fiyatlarının arz yönlü şoklara karşı verdiği tepkinin daha uzun süreli olması nedeniyle, bu gruptaki fiyat artışlarının bir süre daha devam edebileceği düşünülmektedir.
3. Aralık ayında enerji grubu fiyatları, konut grubundaki enerji kalemlerinde gözlenen fiyat artışlarının etkisiyle yüzde 0,89 oranında yükselirken, bu grupta yıllık artış oranı yüzde 11,25 düzeyine ulaşmıştır. Enerji grubundaki yıllık enflasyonun Ocak ayında elektrik ve doğalgaz fiyat artışlarının etkisiyle belirgin oranda yükseleceği tahmin edilmektedir. Söz konusu fiyat artışlarının Ocak ayı tüketici enflasyonuna etkisinin yaklaşık 0,6 puan olması beklenmektedir.
4. Enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri dışında kalan mal grubu fiyatlarının yıllık artış oranı, işlenmiş gıdadaki fiyat artışları ve giyim-ayakkabı grubundaki baz etkisi nedeniyle yüzde 6,60 oranına yükselmiştir. Diğer yandan, dayanıklı tüketim malları fiyatlarındaki azalış eğilimi Aralık ayında da sürmüştür.
5. Aralık ayında haberleşme hizmetlerindeki artışa karşın, kira ve ulaştırma hizmetlerinde enflasyonun düşmeye devam etmesiyle, hizmet fiyatlarındaki yıllık artış oranı gerilemiştir. Lokanta-oteller grubu yıllık artışı yükselmeye devam etse de bu grubun önemli bir bölümünü oluşturan yemek hizmetlerinin aylık artış hızı son üç aya kıyasla yavaşlamıştır. Böylelikle, 2007 yılında

hizmet grubu enflasyonu, geçen yıla göre 3,6 puan azalarak yüzde 8,64 düzeyine gerilemiştir. Kurul, hizmet enflasyonundaki düşüşün önümüzdeki dönemde de süreceğini tahmin etmektedir.

6. 2007 yılı geneli değerlendirildiğinde gıda, enerji ve tütün ürünleri gibi para politikasının etki alanı dışında kalan kalemlerdeki yüksek fiyat artışlarının enflasyonu olumsuz etkilediği görülmektedir. Kurul, söz konusu grupları dışlayan fiyat endeksinin yıllık artış oranının çok daha düşük düzeylerde seyrettiği değerlendirilmesinde bulunmuştur.

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

7. Son dönemde açıklanan veriler, iktisadi faaliyetteki toparlanma eğiliminin 2007 yılının son çeyreğinde sürdüğüne işaret etmektedir. Sanayi üretimi Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla yüzde 8,3 ve yüzde 7,7 oranlarında yıllık artışlar sergilerken, mevsimsellikten arındırılmış verilerle Ekim-Kasım ortalaması yılın üçüncü çeyreğinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Mevsimsellikten arındırılmış verilerle Aralık ayı kapasite kullanım oranı da üretimdeki artışların sürdüğünü göstermektedir.
8. Benzer bir görünüm tüketim ve yatırım talebine ilişkin öncü göstergelerle de desteklenmektedir. Yurt içine yapılan otomobil satışları yılın son çeyreğinde yıllık yüzde 36,6 gibi yüksek bir oranda artarken mevsimsellikten arındırılmış verilerle yılın üçüncü çeyreğinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Tüketici kredisi kullanımındaki ılımlı büyüme Aralık ayında da sürmüştür. Bu dönemde taşıt kredisi kullanımı 2006 yılının Haziran ayından bu yana ilk kez pozitif bir aylık reel büyüme sergilemiştir. Yılın son üç aylık döneminde başta binek otomobil ve dayanıklı mallar olmak üzere tüketim malları alt gruplarına ilişkin ithalat miktar endekslerinde oldukça yüksek oranlı yıllık artışlar gözlenmektedir. Aynı dönemde mevsimsel düzeltilmiş CNBC-e Tüketim Endeksi de artış eğilimini sürdürmüştür. Kurul bu verilerin dayanıklı tüketim eğiliminde bir değişikliğine işaret edip etmediğinin izlenmesi gerektiği değerlendirilmesinde bulunmuştur.
9. Yatırım talebine ilişkin göstergeler makine-teçhizat yatırımlarında son çeyrekte yıllık ve dönemlik bazda artışa işaret etmektedir. Ekim-Kasım döneminde yıllık yüzde 36,2 gibi yüksek bir oranda artan sermaye malları ithalatı, bu dönemde mevsimsellikten arındırılmış verilerle üçüncü çeyrek düzeyinin üzerinde gerçekleşmiştir. Hafif ticari araç satışları, 2007 yılının üçüncü çeyreğindeki toparlanmanın ardından, son çeyrekte de bu eğilimini sürdürmüş ve mevsimsellikten arındırılmış verilerle bir önceki döneme kıyasla yüksek bir oranda artarken, yüzde 23,6'lık bir yıllık büyüme sergilemiştir. Ağır ticari araç satışları ise Eylül ayından başlayarak aylık bazda sürekli gerilemiş olsa da son çeyrekte bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,6 oranında artış göstermiştir. Öte yandan makine-teçhizat ve elektrikli makine ve cihazlar

sektörlerinin üretim ve ithalat verileri mevsimsellikten arındırıldığında yatırımlarda son çeyrekte artışa işaret etmektedir.

10. Üçüncü çeyrekte, inşaat yatırımlarına ilişkin göstergelerden yapı ruhsatları geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 10,8 oranında düşüş gösterirken inşaat katma değeri yıllık büyümesi önceki dönemlerin oldukça altında gerçekleşmiştir. Tüketici Eğilim Anketi verilerinden hesaplanan “Gelecek on iki aylık dönemde konut alma veya inşa ettirme ihtimali”ne ilişkin yayılma endeksinin Temmuz ayından itibaren sergilediği düşüş eğilimi, konut sektörünün büyüme hızındaki yavaşlamanın 2008 yılında da devam etmesi ihtimalini güçlendirmektedir. Diğer yandan, mevsimsellikten arındırılmış verilerle inşaat sektörü istihdamının yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde hızlı bir şekilde artması ve metalik olmayan diğer mineral maddeler sektörünün son çeyrekte sergilediği hızlı artış, inşaat sektöründe ciddi bir durgunluk yaşanmayacağına işaret etmektedir. Bu bilgiler ışığında Kurul, önümüzdeki dönemde inşaat sektöründeki büyümenin yavaşlamakla birlikte devam edeceği değerlendirmesini yapmıştır.
11. İhracat miktar endeksleri Ekim-Kasım döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 13,5 oranında artış göstermiştir. Aralık ve Ocak ayına ilişkin güncel veriler ihracattaki olumlu seyrin sürdüğüne işaret etmektedir. Ancak, yılın son çeyreğinde yurt içi talepteki toparlanmaya paralel olarak ithalatta gözlenen belirgin hızlanma, ihracat büyümesinin ithalatın altında kalmasına neden olmakta ve sözü edilen dönemde net dış talebin büyümeye katkısının eksi yönde olacağına işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde yavaşlama beklenmesi, önümüzdeki dönem ihracat performansı açısından aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır.
12. 2007 yılının üçüncü çeyreğinde imalat sanayinde reel ücretlerin, verimlilik artışlarından daha fazla artması sonucu reel birim ücretler yükselmiştir. Yılın dördüncü çeyreğinde ise istihdamın yavaşlaması ve üretim artışının hızlanması reel birim ücretlerin tekrar gerileme gösterebileceğine işaret etmektedir.
13. Son yıllarda enflasyondaki düşüş sürecine ve ihracat potansiyelinin artmasına önemli katkıda bulunan reel birim ücretlerin eğilimi dikkatle takip edilmektedir. Bu çerçevede, toplam faktör verimliliğindeki artışların sürdürülebilir olabilmesi için yapısal reform sürecinin devam etmesi kritik önemini korumaktadır. Kurul, küresel ekonomiye ilişkin risklerin belirginleştiği bir konjonktürde verimlilik kazanımlarına destek verecek çabaların, uluslararası piyasalarda yaşanan dalgalanmaların orta vadede ihracat ve büyüme üzerindeki muhtemel olumsuz yansımalarını sınırlayacağını vurgulamıştır.
14. Özetle, yılın son çeyreğine ilişkin veriler iktisadi faaliyetin bir önceki döneme kıyasla daha güçlü seyrettiğini göstermektedir. Ancak, talep koşullarına ilişkin

göstergelerin, 2007 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğine kıyasla daha hızlı büyümekle birlikte, iç talebin kuvvetli olduğu dönemlerdeki düzeylerinin altında seyrettiği vurgulanmalıdır. Dolayısıyla iktisadi faaliyetlerdeki gelişmeler, güçlü bir ivmelenmeden ziyade kademeli bir toparlanma olarak değerlendirilmektedir.

15. Sonuç olarak Kurul, ekonomideki ılımlı büyümenin devam ettiği değerlendirmesinde bulunmuştur. Güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri ve küresel kredi piyasalarındaki sorunların yansımaları iç talepteki canlanmayı sınırlamaktadır. Ayrıca, uluslararası piyasalardaki gelişmelere paralel olarak dünya ekonomisindeki beklenen yavaşlama, dış talebin büyümeye katkısının azalabileceğine işaret etmektedir. Bu değerlendirmeler doğrultusunda, önümüzdeki dönemde toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş eğilimine destek vermeyi sürdüreceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, gıda ve enerji fiyatlarından kaynaklanan risklere rağmen enflasyonun düşmeye devam etmesi beklenmektedir.

### ***Para Politikası ve Riskler***

16. Kuraklık ve enerji fiyatlarındaki artışlar gibi arz yönlü şoklar enflasyonu geçici olarak olumsuz etkilerken büyümeyi de geçici olarak yavaşlatmıştır. Kurul, Merkez Bankası'nın öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğunu vurgulamıştır. Bununla birlikte, para politikasının kontrolü dışındaki şoklara sert tepki verilmesi ekonomik faaliyette ve görece fiyatlarda arzu edilmeyen oynaklıklara yol açabileceğinden, Merkez Bankası orta vadeli bir strateji uygulamaktadır. Bu çerçevede, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere hemen tepki gösterilmemekte ve ikincil etkiler sınırlı kaldığı sürece enflasyonun geçici bir süre hedeften sapmasına izin verilebilmektedir.
17. Kurul, son dönemdeki indirimlere rağmen kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediğinin altını çizmiştir. Temel parasal büyüklüklerin artış hızının halen düşük düzeylerde seyretmesi de para politikasının sıkı konumunu teyid etmektedir. 2007 yılının son çeyreğinde orta vadeli faizler aşağı yönlü bir hareket göstermiş olsa da halen 2 yıllık reel faizler yüzde 9 ile 10 arasında dalgalanmakta ve enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir. Tüketici kredilerine ilişkin veriler de bu görünümü desteklemektedir. Otomobil ve konut kredilerindeki yıllık artış oranları iç talebin canlı olduğu dönemlere kıyasla halen oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir. Tüketici kredilerinde 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren bir toparlanma eğilimi gözlense de para politikasının temkinli duruşunun ve küresel kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde yurt içi kredi genişlemesini sınırlayacağı tahmin edilmektedir.

18. Enflasyonun ana eğiliminde beklenen düşüşe rağmen, önümüzdeki dönemde enflasyon görünümüne ilişkin hem aşağı hem de yukarı yönlü riskler bulunmaktadır:
19. Arz şoklarının ikincil etkileri ve bununla ilişkili olarak enflasyonun aşağı inme yönünde beklenenden daha fazla katılık gösterme olasılığı, enflasyon görünümüne ilişkin temel bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Mevcut durumda orta vadeli enflasyon beklentilerinin hedefin üzerinde seyrettiği göz önüne alındığında bu risk daha da belirginleşmektedir. Bugün itibarıyla gıda fiyatlarındaki artışların TÜFE üzerindeki ikincil etkileri yemek hizmetleri gibi alt kalemlerle sınırlı kalmıştır. Ancak, gıda ve enerji fiyatlarındaki yüksek artışların ekonominin geneline yayılma riski göz ardı edilmemelidir. Bu nedenle, fiyatlama davranışları ve temel enflasyon göstergeleri yakından izlenmeye devam edilmektedir. Merkez Bankası gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyat gelişmelerinin enflasyon üzerindeki doğrudan yansımalarına tepki vermeyecek, bununla birlikte genel fiyatlama davranışındaki olası bozulmalara karşı duyarlı olacaktır.
20. Kurul, uluslararası piyasalardaki gelişmeleri yakından takip etmektedir. ABD kredi piyasalarındaki sorunların finansal piyasalara ve reel ekonomiye yansımalarına ilişkin artan endişeler nedeniyle küresel ekonomideki belirsizlikler sürmektedir. Merkez Bankası, orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümünü oluştururken, gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetindeki yavaşlamanın yumuşak bir şekilde gerçekleştiği ve bu çerçevede ülkemiz piyasalarının önemli bir portföy şokuna maruz kalmadığı bir senaryoyu temel almıştır. Ancak küresel ekonomide sert bir yavaşlama olma riski de göz ardı edilmemelidir. Böylesi bir senaryonun gerçekleşme olasılığı portföy hareketleri ve döviz kuru kanalıyla kısa vadeli enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk anlamına gelse de kredi genişlemesinin ve dış talebin yavaşlaması yoluyla orta vadeli enflasyona ilişkin aşağı yönlü bir risk oluşturmaktadır.
21. Son yıllarda uygulanan disiplinli maliye politikaları, risk priminde kayda değer düşüşler sağlamış ve enflasyonun hızla aşağı indiği bir dönemde aynı anda yüksek büyüme oranlarının gerçekleştirilebilmesini mümkün kılmıştır. Bu bağlamda, küresel risk iştahının bozulduğu dönemlerde mali disiplinin sürdürülmesi özel bir önem taşımaktadır.
22. Orta vadeli tahminlerimiz oluşturulurken, kamu harcamalarının bütçe hedefleri doğrultusunda şekillendiği bir çerçeve esas alınmıştır. Bunun yanında, faiz dışı bütçe fazlası hedefine ulaşılabilmesi için ek finansman gereksinimi doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla, yukarıda belirtilen orta vadeli görünüm, Ocak ayında elektrik ve doğalgaz tarifelerinde yapılan ayarlamalar dışında, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek

önemli bir etki içermemektedir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda enflasyon ve para politikası görünümü de değişebilecektir.

23. Enerji fiyatlarında son dönemde yapılan ayarlamalar, kısa vadede enflasyonu olumsuz etkileme potansiyeli taşısa da orta vadede mali disiplini güçlendireceği ve enerji üretimini destekleyeceği için enflasyondaki düşüşe katkıda bulunacaktır. Bu nedenle Merkez Bankası, söz konusu fiyat artışlarının doğrudan etkilerine tepki vermeyecek, ikincil etkilerini ise dikkatle izleyecektir.
24. Gıda fiyatları TÜFE'nin dörtte birinden fazlasını oluşturduğundan, bu gruba ilişkin riskler dikkatle değerlendirilmektedir. Gıda fiyatlarının seyri, bölgesel iklim koşullarının yanı sıra küresel gelişmelere de duyarlılık göstermektedir. Geçtiğimiz iki yıldaki yüksek artışların oluşturduğu baz etkisi göz önüne alındığında orta vadede gıda fiyatlarının aşağı yönlü bir düzeltme yapma ihtimali bulunmaktadır. Diğer yandan, artan küresel talep ve bazı gıda kalemlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması gibi nedenlerle, gıda fiyatlarının hızlı artmaya devam etmesi de mümkündür. Dolayısıyla, gıda fiyatlarının seyri enflasyon görünümüne ilişkin her iki yönde de risk oluşturmaktadır.
25. Sonuç olarak Kurul, önümüzdeki dönemde alınacak para politikası kararlarının büyük oranda açıklanacak verilere ve gelişmelere bağlı olduğu değerlendirilmesini yapmıştır. Eylül ayından itibaren yapılan faiz indirimlerinin etkileri yakından izlenecek, gıda ve enerji fiyatlarındaki artışlar ile gelirler politikasındaki gelişmelerin iş gücü piyasasına ve genel fiyatlama davranışlarına yansımaları gözlenmeye devam edilecektir. Bundan sonraki olası faiz indiriminin zamanlaması küresel piyasalardaki gelişmelere, dış talebe, maliye politikası uygulamalarına ve orta vadeli enflasyon görünümünü etkileyen diğer unsurlara bağlı olarak belirlenecektir.
26. Geline nokta, Türkiye ekonomisinin küresel finans piyasalarındaki dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilenmediği görülmektedir. Ancak, dünya ekonomisine ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmadığı göz önüne alındığında, küresel risk algılamalarının bozulmaya devam etmesi ihtimaline karşı, Türkiye ekonomisinin direncini koruması için mali disiplin ve yapısal reformlar kritik önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların devamlılığı kritik önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.