

## PARA POLİTİKASI KURULU DEĞERLENDİRMELERİ ÖZETİ

Toplantı Tarihi: 25 Mayıs 2006

1. Para Politikası Kurulu (Kurul), kararlarını enflasyonun orta vadeli hedeflerle uyumlu olmasını sağlayacak şekilde almaktadır. Dolayısıyla, para politikası açısından önemli olan, açıklanan verilerin orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin içerdiği bilgilerdir. Mevsimsel hareketler veya bir defaya mahsus arz ve maliyet şokları aylık enflasyon üzerinde beklenmedik sıçramalar yapabilmektedir. Mevsimsel nedenlerle özellikle gıda ve giyim gibi bazı alt kalem fiyatlarının yüksek oynaklık gösterebildiği dönemlerde enflasyon rakamları beklenenden yüksek ya da düşük çıkabilmektedir. Tek bir aya ait rakamın gelecek dönemdeki enflasyon görünümüne dair içerdiği bilgi sınırlı olabilmekte, aylık verilerin ihtiyatla ele alınması gerekmektedir. Bu ve benzeri nedenlerle Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi döneminde temel iletişim aracını aylık raporlardan ziyade üç ayda bir yayımlanan Enflasyon Raporu olarak belirlemiştir. Bu çerçevede, enflasyonun orta vadeli eğilimine ilişkin niceliksel tahminler de üç ayda bir yenilenmektedir. Güncel veriler ise dikkatle takip edilmekte ve Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm eşliğinde yorumlanmaktadır.

### *Fiyat Gelişmelerinin Değerlendirilmesi*

2. Nisan ayı fiyat gelişmeleri aylık ve yıllık artışlar olarak iki ayrı açıdan değerlendirilebilir:
  - a. Nisan ayında tüketici fiyatları aylık bazda yüzde 1,34 gibi oldukça yüksek bir oranda artmıştır. *Aylık* fiyat artışlarında ön plana çıkan ana unsurlardan biri, gıda alt grubundaki fiyat hareketlerinin olumsuz etkisidir. Bu durumun işlenmemiş gıda ürünlerinden kaynaklandığı, işlenmiş gıda ürünlerindeki fiyat artışlarının ise düşük düzeylerde ve istikrarlı seyrettiği görülmektedir. Bu gözlem, gıda grubunda gerçekleşen yüksek artışların yaz aylarındaki düşüşlerle telafi edilebileceğine işaret etmektedir. Ayrıca Nisan ayında çok hızlı artış sergileyen altın fiyatları da aylık enflasyon rakamının yüksek gerçekleşmesine neden olan unsurlardan biri olmuştur.
  - b. *Yıllık* enflasyon rakamları yorumlanırken, son bir yıl içinde alkollü içecekler-tütün, enerji, altın ve işlenmemiş gıda fiyatları gibi Merkez Bankasının kontrolü dışındaki kalemlerin yüksek oranlı artışlar gösterdiği gözönünde bulundurulmalıdır. Söz konusu ürünler dışlanarak

elde edilen endeksin artış hızı incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminin orta vadeli hedeflerden uzak olmadığı görülmektedir.

- c. Özet olarak, Nisan ayı enflasyon rakamları beklendişlerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da, yukarıdaki değerlendirmeler ışığında, orta vadeli perspektifimizi değiştirecek nitelikte bilgi içermemektedir.
3. Petrol ve altın fiyatlarının yüksek seviyesinin ve döviz kurundaki son dönem gelişmelerinin, Mayıs ayında sadece altın ve akaryakıt ürünleri kanalıyla aylık enflasyona 0,4 puan artırıcı etki yapacağı öngörülmektedir. Bir diğer ifadeyle dışsal unsurların Mayıs ayı enflasyonu üzerindeki etkisi olumlu olmayacaktır. Ayrıca Mayıs ayı, işlenmemiş gıda ve giyim fiyatlarındaki olası mevsimsel oynaklıklar nedeniyle tahmin yürütülmesi güç bir dönem olduğundan, tıpkı Nisan ayında olduğu gibi bu dönemde de, alt kalemler dikkatlice incelenmeden, sadece aylık enflasyon rakamına bakarak net bir yorumda bulunulması sağlıklı olmayacaktır.
4. Yukarıdaki değerlendirmeler, son dönem fiyat gelişmeleri göz önüne alınarak yapılmıştır. Gelecek dönem enflasyonunun ve para politikasının görünümünün oluşturulması açısından, beklendişler, maliyet unsurları ve fiyatlama davranışlarının analizi büyük önem taşımaktadır.

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

5. Son aylardaki arz ve talep gelişmeleri, Enflasyon Raporu'ndaki öngörülerimizle uyumlu bir görünüm sergilemiştir. Yatırım eğilimi güçlü seyretmiş, talepteki canlanma yeni bir ivmelenme olmaksızın sürmüş ve üretimde yılın ilk aylarında görülen yavaşlamanın geçici olduğu görülmüştür. Ancak, Kurul, mali piyasalardaki son gelişmeler ışığında söz konusu görünümü tekrar değerlendirmiştir.
6. Geçtiğimiz ay yayımladığımız Enflasyon Raporu'nda, petrol fiyatlarının yatay bir seyir izlediği ve risk priminde olumsuz bir gelişmenin ortaya çıkmadığı ana senaryo altında, orta vadede enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceği öngörülmüştü. Bunun yanında, global risk iştahı ve uluslararası likidite koşullarındaki seyrin öngörülmesindeki güçlük de bir risk unsuru olarak net bir şekilde ifade edilmişti. Nitekim, gelişmekte olan ülkelere yönelmiş olan fonların bir kısmının daha güvenli algılanan gelişmiş piyasalara doğru hareket etmesiyle, yakın dönemde söz konusu riskin gerçekleştiği görülmüştür. Bu durum, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülke piyasalarını olumsuz etkilemiş ve mali piyasalarda dalgalanmalara yol açmıştır.
7. Bu gelişmeler kısa vadeli enflasyon beklendişlerini olumsuz etkilemiştir. Ancak, orta vadeli enflasyon beklendişlerinin kısa vadeli beklendişlere kıyasla daha az artmış olması, enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğine dair beklentilerin sürdüğüne işaret etmektedir. Ne var ki, beklenen ve hedeflenen

rakamlar arasındaki farkın son dönemde açılma eğilimi göstermesi, para politikası açısından çok yakından takip edilmesi gereken bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

8. Bu noktada, son gelişmeler ışığında enflasyonun nasıl bir seyir izleyebileceği ve buna bağlı olarak önümüzdeki dönemde para politikasının nasıl şekilleneceği önem taşımaktadır.
9. Öncelikle kısa vadeli görünümün ele alınması faydalı olacaktır. Yakın dönemde mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar sonrasında Enflasyon Raporunda ortaya konulan kısa vadeli görünüm değişmiştir. Zira, mali piyasalardaki dalgalanmanın üretim, talep ve maliyetler üzerinde kısa vadede doğrudan etkileri olacaktır. Nisan ayında yükselişe geçen reel kesim ve tüketici güven endekslerinin önümüzdeki aylarda zayıflama eğilimi göstermesi şaşırtıcı olmayacaktır. Sermaye mallarının fiyatlarının artması, piyasa faizlerinin yükselmesi ve finansal piyasalarda oynaklığın artması da kısa vadede yatırım eğilimini etkileyecektir. Yükselen faizler ve dayanıklı tüketim mallarındaki görece fiyat avantajının azalması, önümüzdeki dönemde tüketim talebini azaltacak ve tüketim malları ithalatı bir ölçüde yavaşlayacaktır. Ancak yapısal nedenlerle ara malı ithalatındaki yavaşlamanın sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Bütün bu gelişmeler, kısa vadede enflasyon üzerinde talep yönlü bir baskı oluşma olasılığının azaldığına işaret etmektedir.
10. Talepteki yavaşlamaya rağmen, enflasyon kısa dönemde olumsuz etkilenebilecektir. Geçtiğimiz ay yayımlanan Enflasyon Raporunda sunulan tahminler uluslararası likidite koşullarında sert bir değişim yaşanmayacağı ve dolayısıyla Yeni Türk lirasının güçlü seyrini sürdürerek enflasyondaki düşüş sürecine destek vermeye devam edeceği varsayımları altında yapılmıştı. Son dönem gelişmelerinin ardından, bu varsayımlar, en azından kısa vade için geçerliliğini yitirmiştir. Tüketici Fiyat Endeksi içinde yer alan ilaçlar, doğalgaz, benzin, mazot, LPG, yurt dışı paket turlar, altın ve ithal kömür gibi alt kalemlerin fiyatları döviz kurundaki gelişmelerden kısa zamanda *doğrudan* etkilenmektedir. Bir diğer ifadeyle, döviz kurundaki dalgalanmaların kısa vadede enflasyonu doğrudan maliyet kanalıyla etkilemesi kaçınılmazdır.
11. Ancak, burada vurgulanması gereken; düşük enflasyon, dalgalı kur rejimi, artan rekabet ortamı ve istikrar odaklı ekonomi politikaları nedeniyle son yıllarda fiyatlandırma davranışlarının değişmekte olduğudur. Bu bağlamda, döviz kurundaki gelişmelerin enflasyon üzerindeki *dolaylı* etkilerinin zamana yayılacağı ve etkinin toplam büyüklüğünün daha çok döviz kurlarındaki hareketin geçici ya da kalıcılığına bağlı olacağı öngörülmektedir.
12. Bu doğrultuda, Merkez Bankasının politika tepkisinin yönü ve büyüklüğü, dalgalanmaların geçici ya da kalıcılığına bağlı olarak farklılaşabilecektir. Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalar, ekonomimizde döviz kurunun

enflasyon üzerindeki dolaylı etkilerinin üçüncü aydan itibaren hızlandığını göstermektedir. Bu gözlemden yola çıkılarak, piyasalardaki dalgalanmaların geçici olması halinde dolaylı etkilerin büyük bir bölümünün sınırlı olacağı ifade edilebilmektedir. Böyle bir durumda enflasyon kısa zamanda tekrar düşüşe geçecek ve politika faizleri sıkılaşıma yönünde tepki vermeyecektir. Yeni Türk lirasındaki değer kaybının uzun süreli olması ve risk primindeki yükselişin sürmesi halinde ise enflasyon üzerindeki olumsuz etkilerin orta vadeye yansıma olasılığı artacak, bu durumda orta vadeli enflasyon hedefine ulaşmak için politika faizlerinin sıkılaşıma yönünde tepki vermesi söz konusu olabilecektir.

### *Enflasyonun Orta Vadedeki Eğilimi*

13. Orta vadeli enflasyon eğilimleri konusunda vurgulanması gereken önemli bir nokta bulunmaktadır. Uluslararası likidite koşulları ve risk iştahındaki bozulmaya rağmen, son yıllarda enflasyonun ana eğiliminin düşüş yönünde olmasını destekleyen diğer bir çok unsurun önümüzdeki dönemde de katkı yapmaya devam etme olasılığı yüksektir. Demografik unsurlardan dolayı işgücüne yeni katılımların yüksek olması, artan rekabet ortamının firmaları verimlilik artışlarını sürdürmeye yöneltmesi ve tarım sektöründeki yapısal dönüşüm gibi nedenlerle, önümüzdeki dönemde birim işgücü maliyetlerinin sınırlı kalacağı öngörülmektedir. Kuşkusuz, bu saptamanın arkasında, gelirler politikasının da enflasyon hedefiyle uyumlu sürdürüleceği varsayımı yatmaktadır. Bu doğrultuda, arz ve talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının süreceği tahmin edilmektedir.
14. Son yıllarda enflasyondaki düşüş sürecine destek veren bir diğer unsur, Çin ve Hindistan gibi ülkelerdeki ucuz işgücü maliyetlerinin uluslararası rekabet aracılığıyla dış ticarete konu olan malların fiyat artışlarını sınırlaması olmuştur. Ekonomimizde dışa açıklık oranının hızla arttığı gözönüne alındığında, söz konusu mekanizmanın önümüzdeki dönemde de enflasyona yaptığı katkının devam edeceği tahmin edilmektedir.
15. Mali disiplin ile vergi, sosyal güvenlik ve Avrupa Birliği uyum sürecindeki yapısal düzenlemeler konularında atılan ve atılması planlanan adımlar, bekleyişler kanalıyla enflasyonla mücadeleye katkı sağlayacaktır. Mali disiplin ile ekonomik istikrarın sürdürülebilirliğini temin edecek olan yapısal düzenlemelerde ilerleme kaydedildikçe, dış kaynaklı dalgalanmaların etkileri sınırlı kalacaktır.
16. Bütün bu unsurların, orta vadede enflasyonun düşüş eğilimine destek vermeye devam edeceği tahmin edilmekle birlikte, bu unsurların hiç birisi orta vadede enflasyonun hedeflerle uyumlu gerçekleşeceğini garanti etmemektedir. Bu konudaki en somut garanti, Merkez Bankasının taahhütleridir. Araç bağımsızlığına sahip ve temel görevi fiyat istikrarına ulaşmak olan bir parasal otoritenin, enflasyonun orta vadede hedeflerden belirgin olarak sapacağını

öngörmesi halinde gerekli tepkiyi vermekten kaçınmayacağı tekrar vurgulanmalıdır.

17. Enflasyon hedefleri 2006 yıl sonu için yüzde 5, 2007 ve 2008 yıl sonları için ise yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Bugünkü bilgiler ışığında 2006 yılı sonunda enflasyonun hedefin üzerinde kalma olasılığı yüksek olmakla birlikte, Merkez Bankası orta vadeli perspektifte 2007 enflasyonunun belirlenen hedefle tutarlı olması için gereken tepkiyi verecektir.
18. Fiyat istikrarı, makroekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme açısından olmazsa olmaz bir ön koşuldur. Son yıllarda bu doğrultuda önemli adımlar atılmıştır. Merkez Bankası, bu kazanımların daha da ileriye götürülmesi konusunda üzerine düşen görevi yerine getirmeye devam edecektir. Uzun süreli dışsal şokların fiyat istikrarını tehdit etmemesi için, basiretli para politikasının yanı sıra mali disiplinin devamı da gereklidir. 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. Bunun yanında, iktisadi temellere ilişkin bekleyişleri bozacak her türlü uygulamadan kaçınılması, ekonominin dışsal şoklara karşı dayanıklılığının sürmesi bakımından kritik önem taşımaktadır.
19. Bugünkü bilgiler ışığında, orta vadeli görünümü değiştirmek için henüz erken olmakla birlikte, kısa vadede politika faizlerinin aşağı inme olasılığının azaldığı belirtilmelidir. Önümüzdeki dönemde politika faizleri, uluslararası likidite koşulları, risk primindeki gelişmeler ve diğer veriler gözönüne alınarak belirlenecektir. Politika tepkisinin yönü ve büyüklüğü, dalgalanmaların etkilerinin geçici ya da kalıcılığına bağlı olarak farklılaşabilecektir.
20. Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin, Para Politikası Kurulu'nun geleceğe yönelik duruşunu tekrar gözden geçirmesine neden olacağı özenle vurgulanmalıdır.