

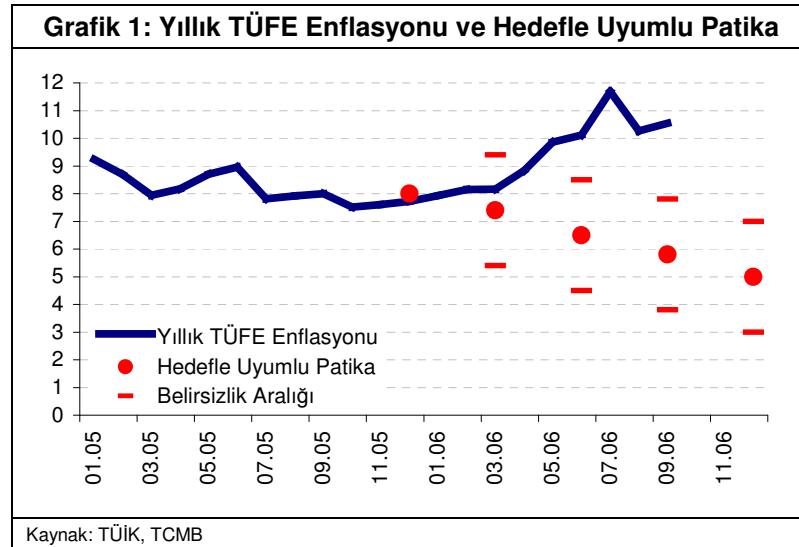
Sayı: 2006-70

Ankara, 30 Ekim 2006

**T.C. DEVLET BAKANLIĞI****(Sayın Ali BABACAN)  
ANKARA**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası), 2006 yılı başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu çerçevede, Tüketici Fiyat Endeksi'nin (TÜFE) yıllık değişimi ile ölçülen enflasyon hedefi 2006 yılı sonu için yüzde 5 olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesine göre, hedeften belirgin olarak sapıldığında veya sapma olasılığı ortaya çıktığında hesap verebilirlik mekanizması devreye girmekte; Merkez Bankası'nın, Hükümet'e hitaben yazdığı açık bir mektupla sapmanın nedenlerini ve tekrar hedefe yakınsanabilmesi için alınması gereken tedbirleri/politika kararlarını açıklaması gerekmektedir. Bu çerçevede, 2006 yılı boyunca üç aylık dönemlerin sonu için hedefle tutarlı bir patika oluşturulmuş ve oluşturulan patikanın etrafında her iki yönde 2 puanlık belirsizlik aralıkları ilan edilmiştir. Belirsizlik aralığının dışında kalındığında yukarıda bahsedilen hesap verme süreci gündeme gelmektedir.

2006 yılının Eylül ayında yıllık TÜFE enflasyonu yüzde 10,55 olarak gerçekleşmiş ve üçüncü çeyreğin sonu için açıklanmış olan belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır (Grafik 1). Bu açık mektup, enflasyonun hedeflenen patikadan belirgin olarak sapma nedenlerini anlatmakta, hedefe tekrar yakınsanması için alınan tedbirleri açıklamakta ve bu çerçevede oluşan enflasyon görünümünü özetlemektedir. 5 Aralık 2005 tarihinde yayımlanan "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı politika metninde de belirtildiği gibi, kamuoyuna yapılan bu açıklama "program şartlılığı" çerçevesinde Uluslararası Para Fonu'na da (IMF) iletilecektir.

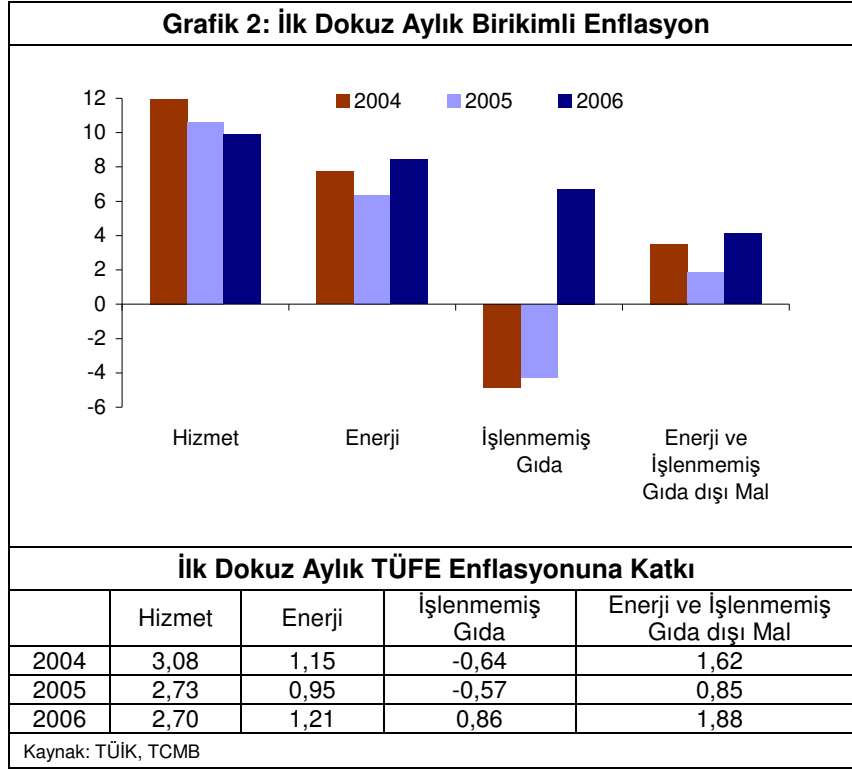


### ***Hedefin Aşılmasının Nedenleri***

Son üç aylık gelişmeler incelenmeden önce Temmuz ayında yayımlanmış olduğumuz açık mektubun hatırlanmasında fayda görülmektedir. Söz konusu mektupta, enflasyonun Haziran 2006 itibarıyla belirsizlik aralığının üst sınırını aşmasının temel nedeni, aynı anda farklı arz şoklarının ortaya çıkması olarak özetlenmişti. Söz konusu arz şokları yükselen ham petrol fiyatları, bütün ürünlerdeki fiyat ayarlamaları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışlar ve altın fiyatlarındaki hızlı yükselişler ile Mayıs ve Haziran aylarında mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar olarak sıralanmıştı. Enflasyonun yükselişe geçmesinde yurt içi talebin güçlü seyretmesinin de rolü olduğuna değinilmiş, ancak alt kalem fiyat verileri ve kapasite göstergeleri dikkatle incelendiğinde, belirsizlik aralığının üst sınırının aşılmasında arz kaynaklı unsurların belirleyici olduğu ifade edilmişti. Geçtiğimiz üç ay içinde kısa vadeli enflasyon görünümünde iyileşme gözlenmiştir. İşlenmemiş gıda ürünleri fiyatları yüksek yıllık artışlarını korumasına rağmen, petrol ve diğer emtia fiyatlarının beklentilerden daha olumlu seyretmesi ve Yeni Türk lirasının (YTL) tekrar güçlenme eğilimine girmesi enflasyon görünümünün iyileşmesine yol açmıştır.

Enflasyon görünümündeki bu iyileşmeye rağmen, işlenmemiş gıda ürünlerindeki yüksek fiyat artışları ve döviz kurunun gecikmeli etkileri *yıllık* enflasyonun yüksek seviyelerini korumasına neden olmaktadır. Enflasyonun bir süre daha yüksek seviyelerde seyretmeye devam edeceği öngörüsü Temmuz ayı Enflasyon Raporu'ndaki tahminlerimiz aracılığıyla kamuoyuyla paylaşılmıştı. Söz konusu raporda Eylül ayı için verilen tahmin yüzde 10 ile 11 aralığında yer almaktaydı. Nitekim Eylül ayında yıllık enflasyon yüzde 10,55 ile öngörülerimiz paralelinde gerçekleşmiştir.

İlk dokuz aylık birikimli fiyat artışları yıllar itibarıyla incelendiğinde, 2006 yılında enflasyonun yükselmesinde belirleyici olan unsurlar daha net ortaya çıkmaktadır (Grafik 2). Grafikten de görüldüğü gibi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışlar bu dönemde enflasyonun yükselmesine neden olan başlıca unsurlardan biri olmuştur. Grafik, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin de enflasyonu olumsuz etkilediğini göstermektedir. İşlenmemiş gıda ve enerji hariç olarak hesaplanan mal fiyatları endeksindeki yükseliş ise daha çok döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi ile açıklanabilmektedir. Bununla birlikte, hizmet fiyat enflasyonunun son üç yıl içinde düşüş eğilimi içinde olduğu görülmektedir.



Merkez Bankası bünyesinde yapılan çalışmalara göre, döviz kurundaki değişimlerin enflasyon üzerindeki etkisi 5 aylık bir süre içinde yüzde 20 civarına ulaşmaktadır. Nisan ayından bu yana YTL'deki değer kaybının yüzde 15 dolaylarında olduğu göz önüne alındığında, Mayıs-Eylül döneminde kur etkisinin yıllık enflasyonu 3 puan kadar artırdığı hesaplanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, Mayıs ve Haziran aylarındaki mali piyasa dalgalanmaları olmasaydı enflasyonun Eylül ayı itibarıyla yüzde 7,5 civarında gerçekleşeceği belirtilebilir.

Döviz kurunun enflasyon üzerindeki birincil etkileri büyük oranda tamamlanmıştır. Ekim ayında giyim ve ayakkabı grubu fiyatları kanalıyla bir miktar daha geçişkenlik etkisinin görülmesi olasıdır; ancak ilerleyen aylarda etkinin sınırlı kalması beklenmektedir. Bu çerçevede, döviz kuru hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin yıl sonunda yaklaşık 3,5 puana ulaşacağı tahmin edilmektedir. Yıllık enflasyon üzerindeki söz konusu etkinin 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren (ikincil etkilerin sınırlı kalacağı varsayımıyla) kaybolmaya başlaması, anılan dönemde enflasyondaki düşüş sürecinin hızlanmasına katkıda bulunacaktır.

Enflasyonun geçici hareketlerden ayrıştırılarak ana eğilimin incelenmesi amacıyla türetilen özel kapsamlı TÜFE göstergelerinden H endeksindeki artış son üç ayda da sürmüştür. Bu artış, Merkez Bankası tarafından öngörülen bir gelişme olduğundan para politikası karar alma sürecini değiştirecek bir bilgi olarak değerlendirilmemiştir. Zira, söz konusu endeks içinde dayanıklı tüketim mallarının ağırlığının yüksek olması, döviz kurundaki sert dalgalanmaların endeksi belirgin olarak etkilemesine yol açmaktadır. Böyle dönemlerde H endeksinin yıllık artışının orta vadeli enflasyon eğilimi açısından içerdiği bilgi değeri sınırlı kalmaktadır. Mayıs ve Haziran aylarındaki döviz kuru hareketlerinin endeks üzerindeki etkileri büyük oranda tamamlanmış olmasına rağmen, H endeksi ile ölçülen *yıllık* enflasyonun 2007 yılının ikinci çeyreğine kadar yüksek seyretmeye devam edeceği belirtilmelidir.

## **Enflasyonun Tekrar Hedefe Yakınsaması İçin Alınan Önlemler**

Temmuz ayında yayımladığımız açık mektupta, Mayıs ve Haziran aylarında mali piyasalarda görülen dalgalanmaların daha önceden başlamış olan bir dizi arz şokuna eklenmesiyle enflasyon beklentilerinin ciddi olarak bozulduğunu belirtmiştik. Merkez Bankası, mali piyasalardaki dalgalanmalar ve bozulan enflasyon beklentilerine karşı ikili bir önlem paketi uygulamıştır. Önlem paketinin birinci ayağı, Haziran ayı içinde yapılan 400 baz puanlık faiz artırımındır. Söz konusu politika tepkisi, Merkez Bankası'nın orta vadeli hedeflerine sıkı sıkıya bağlı olduğu mesajını vermiş ve ekonomide mali baskınlığın sona ermiş olduğunun somut bir göstergesi olmuştur.

Önlem paketinin ikinci ayağı, depo alım ihaleleri ve döviz satışları yoluyla piyasadaki fazla YTL likiditesinin çekilmesi olmuştur. Bu süreçte aynı zamanda borç verme faizleri 6 puan kadar yükseltilmiştir. Böylece, piyasalarda ortaya çıkabilecek geçici ani dalgalanmalara karşı kullanabilecek esnek bir politika enstrümanı oluşturulması amaçlanmıştır. Tedbirler etkisini kısa zaman içinde göstermiş ve piyasalardaki dalgalanmalar durulurken getiri eğrisinin uzun ucu aşağı doğru kaymıştır.

Para Politikası Kurulu (Kurul), döviz kurunun ikincil etkilerini sınırlamak ve enflasyon beklentilerini düzeltmek amacıyla bir sonraki toplantıda politika faizlerini 25 baz puan daha yükseltme kararı almış ve Temmuz ayında yayımladığı açık mektupta 2007 yılı sonunda hedefe yakınsanabilmesi için yılın kalanında ölçülü bir sıkılaştırma gerekebileceğini belirtmiştir.

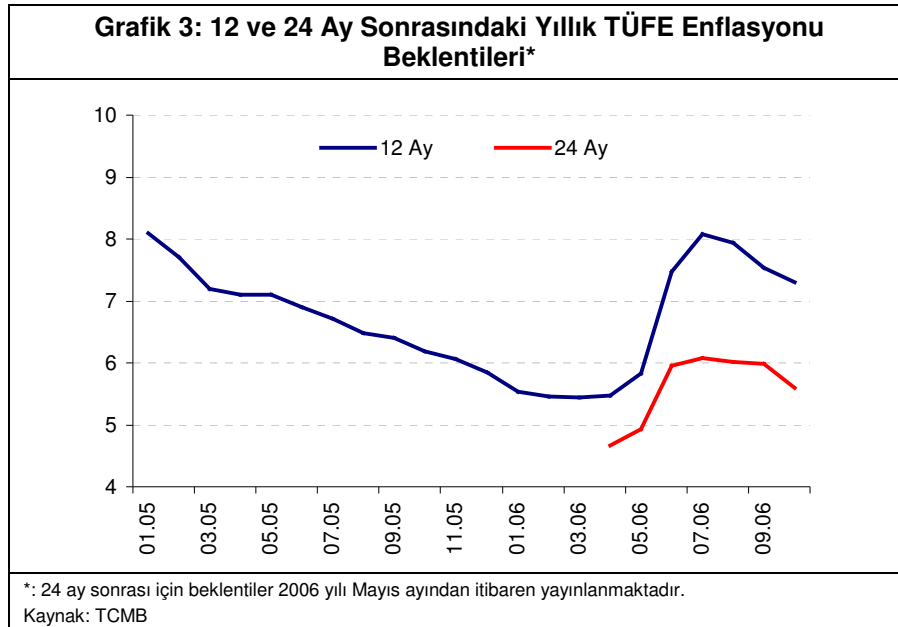
Anılan süre zarfında enflasyonu etkileyen bir çok farklı unsur ortaya çıkmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon riskinin azalması ve buna bağlı olarak Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın uzun bir aradan sonra politika faizlerini değiştirmeme kararı alması Mayıs ve Haziran aylarındaki mali piyasa dalgalanmalarının olumsuz etkilerini sınırlayan bir gelişme olmuştur. Bu gelişme aynı zamanda ekonomimizde risk priminin düşmesi yoluyla para politikasının daha sıkı hale gelmesine katkı sağlamıştır. Petrol ve diğer emtia fiyatlarının gevşeme eğilimine girmesi ise enflasyonu olumlu etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Ancak, tüketici güveninin beklenenden daha hızlı toparlanması ve kamu harcamalarındaki yüksek artış eğilimi, iç talebin öngörülen kadar yavaşlamamasına neden olmuştur. Bu gelişmelere ek olarak, Haziran ve Temmuz aylarında alınan kararların etkilerinin daha net bir şekilde gözlenmesi gereğini dikkate alarak, Kurul, Ağustos ve Eylül aylarında politika faizlerini değiştirmemiştir (Tablo 1).

Eylül ayında belirlenen memur ücret artışlarının, enflasyon üzerinde özellikle hizmet fiyatları kanalıyla ek baskı oluşturabileceği düşünülmektedir. Bu doğrultuda Kurul, Ekim ayında da politika faizlerini değiştirmemiş; orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, hizmet fiyatlarına ilişkin yeni risklerin ortaya çıkmış olması ve küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi gibi gelişmelerin orta vadeli perspektifte ihtiyatlı olma gereğini de beraberinde getirdiğini ifade etmiştir.

Tablo 1: 2006 Yılındaki Para Politikası Kurulu Kararları		
Kurul Toplantı Tarihi	Faiz Kararı	Faiz Oranı
23 Ocak 2006	Değişiklik yapılmadı	13,50
23 Şubat 2006	Değişiklik yapılmadı	13,50
23 Mart 2006	Değişiklik yapılmadı	13,50
27 Nisan 2006	-0,25	13,25
25 Mayıs 2006	Değişiklik yapılmadı	13,25
7 Haziran 2006 <sup>(1)</sup>	+1,75	15,00
20 Haziran 2006	Değişiklik yapılmadı	15,00
25 Haziran 2006 <sup>(1)</sup>	+2,25	17,25
20 Temmuz 2006	+0,25	17,50
24 Ağustos 2006	Değişiklik yapılmadı	17,50
26 Eylül 2006	Değişiklik yapılmadı	17,50

(1) Olağanüstü

Merkez Bankası'nın orta vadeli hedeflere ulaşma konusundaki kararlılığını sürdürmesi ve bu amaçla uygulanan politika tedbirleri enflasyon beklentilerinin düzeltilmesine katkıda bulunmuştur. Son iki ay içinde 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin orta vadeli enflasyon beklentileri aşağı yönlü bir hareket göstermiştir (Grafik 3). Ancak, enflasyon beklentilerindeki atalet düşüşün hızlı olmasını engellemektedir. Merkez Bankası orta vadede enflasyondaki düşüşle beraber enflasyon beklentilerindeki iyileşmenin de hızlanacağını tahmin etmektedir. Bununla birlikte, halihazırda 24 ay sonrası için beklentilerin orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerinde olması sıkı para politikasının sürdürülmesini gerektiren bir unsur olarak değerlendirilmektedir.



## Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

### Enflasyonu Etkileyen Unsurlara İlişkin Mevcut Durum ve Varsayımlar

Alınan tedbirlerin ardından para politikası son dönemde daha sıkı hale gelmiştir. Mevcut politika duruşu reel olarak yüzde 11 düzeyinde bir faize karşılık gelmektedir. Bu rakam, risk priminden arındırıldığında dahi yüksek bir reel faiz düzeyine karşılık gelmektedir. Devlet iç borçlanma senetleri ve banka kredi faizleri gibi daha uzun vadeli enstrümanların içerdiği reel faiz oranları ise daha yüksek düzeylerdedir. Kredi hacmi ve diğer parasal göstergelerin artış hızlarındaki yavaşlama da mevcut parasal koşulların sıkı olduğuna işaret etmektedir. Sonuç olarak, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi konusunda bazı belirsizlikler olmasına rağmen mevcut koşullarda para politikasının duruşunun sıkı olduğu değerlendirilmelidir.

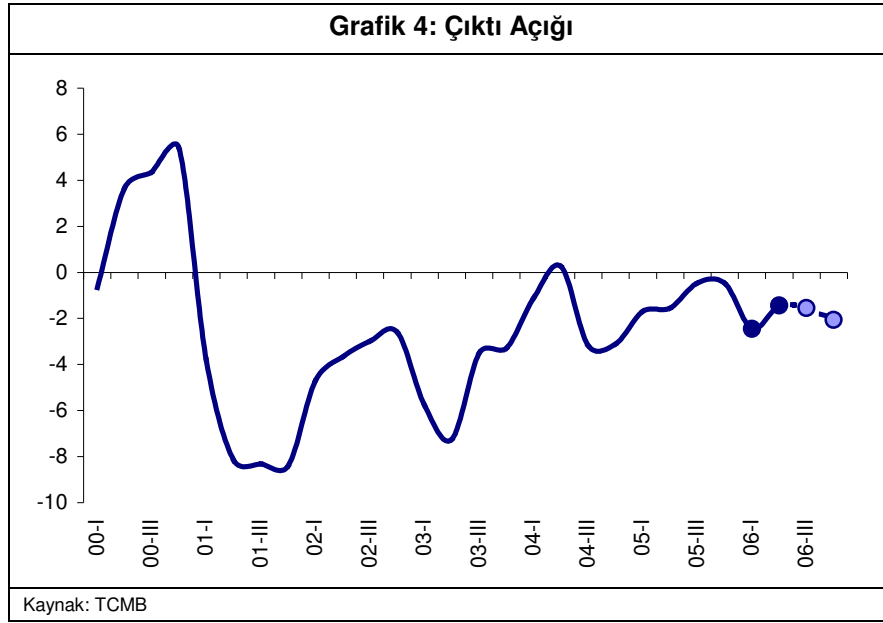
Para politikasındaki sıkı duruşun 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren enflasyon üzerinde etkili olması beklenmektedir. Türkiye ekonomisinin yakın dönemine ilişkin gözlemler reel faizlerin ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin 1 ile 3 çeyrek arasında ortaya çıkmaya başladığına işaret etmektedir. Son dönemde ekonomik faaliyette yavaşlamaya ilişkin sinyaller ortaya çıkmaya başlamıştır. Yılın son çeyreğinde kredi hacmindeki genişleme belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. (Tablo 2).

Tablo 2: Tüketici Kredilerindeki Gelişmeler (3 aylık reel yüzde değişim)						
	2005Ç2	2005Ç3	2005Ç4	2006Ç1	2006Ç2	2006Ç3
Tüketici Kredileri	23,4	23,3	18,6	18,7	24,3	3,2
Konut Kredileri	61,9	50,6	38,1	30,8	27,2	2,6
Otomobil Kredileri	11,7	11,4	9,9	3,2	8,9	-4,8
Diğer Krediler	11,7	11,3	5,3	13,1	28,7	7,8
Kredi Kartları	8,4	6,3	6	3,2	10,6	3,8

Kaynak: TCMB

Otomobil ve ev satışlarında da son aylarda keskin bir düşüş eğilimi gözlenmektedir. Tüketici Güven Endeksi Haziran ve Temmuz aylarındaki sert düşüşün ardından kademeli bir toparlanma eğilimine girmiştir. Parasal göstergelerin yıllık artış hızları da son dönemde belirgin olarak yavaşlamaktadır. Sonuç olarak, finansman koşullarına duyarlı olan *özel kesim* iç talebinde dikkate değer bir yavaşlama görülmektedir. Bununla birlikte, reel faizlerin talep koşulları üzerindeki etkisine ilişkin belirsizlikler ile gelirler politikasındaki gelişmeler ve kamu harcamalarının eğilimi göz önüne alındığında, *toplam* iç talepteki yavaşlamanın aynı ölçüde gerçekleşmeyebileceği gözönüne alınmalıdır.

Yılın ikinci yarısında, net dış talebin büyümeye yaptığı katkının artacağı öngörülse de bu katkının iç talepteki yavaşlamayı telafi edecek boyutta olmayacağı ve önümüzdeki dönemde yıllık büyüme oranlarının yavaşlayacağı tahmin edilmektedir. Son dönemde açıklanan kapasite kullanım oranı ve sanayi üretimi verileri de yıllık büyümedeki yavaşlamayı teyid eder niteliktedir.



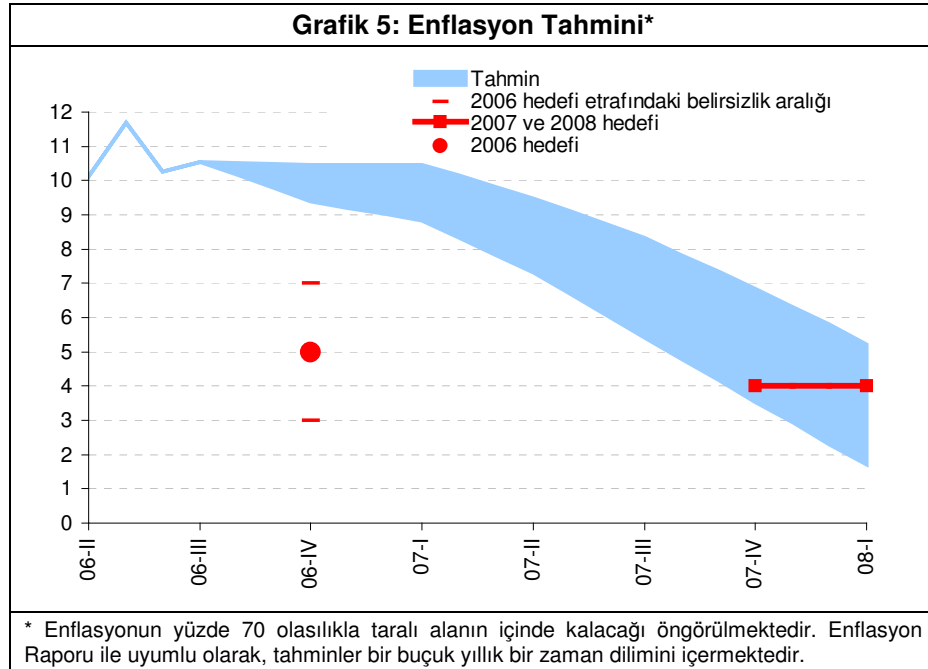
Temmuz ayından bugüne, enflasyon tahminlerimize temel oluşturan varsayımlarımız içinde önemli farklılaşma gösteren değişkenler risk primi, çıktı açığı, gelirler politikası ve petrol fiyatları olarak sıralanabilir. Geçtiğimiz Temmuz ayında yapılan tahminlerde risk priminin sabit kalacağı varsayılmıştı. Bu doğrultuda, Temmuz ayında yaptığımız tahminleri açıklarken, Mayıs ve Haziran aylarındaki mali piyasa dalgalanmalarının tüketici güvenini sert bir şekilde düşüreceğini öngörerek iç talebin enflasyondaki düşüş sürecine katkısının belirgin olarak artacağı değerlendirilmesini yapmıştık. Ancak, dünya konjonktürünün de katkısıyla uluslararası likidite koşullarının beklediğimizden daha çabuk düzelmesi, yılın ikinci yarısında iç talepteki yavaşlamanın Temmuz ayındaki öngörülerimize kıyasla daha ölçülü gerçekleşmesine yol açmıştır. Bu nedenle, güncel tahminlerimiz üretilirken kısa vadede talep koşullarının enflasyondaki düşüşe yaptığı katkının Temmuz ayındaki öngörülere kıyasla azaldığı bir çerçeve oluşturulmuştur. Diğer yandan, uluslararası likidite koşullarındaki görece düzelmeye risk priminin düşmesine neden olmuştur. Böylece, riskten arındırılmış reel faizler yükselmiş ve para politikasının durumu enflasyondaki düşüş sürecine daha fazla destek verir hale gelmiştir. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası politika faizlerini sabit tutmasına rağmen para politikası sıkılaşmaya devam etmiştir.

Memur ücretlerindeki artışlar, Temmuz ayında enflasyon tahminlerimiz üretilirken yapılan varsayımların üzerinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar, enflasyon üzerinde ek bir baskı oluşturabilecektir. Bunun yanında Temmuz ayındaki orta vadeli tahminlerimizde varil başına 70 ABD doları olarak varsayılan petrol fiyatları, bugün itibarıyla 60 ABD dolarına çekilmiştir. Petrol fiyatlarındaki bu kısa dönemli varsayım güncellemesine rağmen, tahminlerimiz üretilirken, geçmiş dönemde gözlenen petrol fiyat artışlarının gecikmeli etkilerinin, özellikle doğalgaz ve elektrik fiyatlarındaki artışlar yoluyla, enflasyonu olumsuz etkilemeye devam edeceği dikkate alınmıştır. Tahminler oluşturulurken petrol fiyatları ve risk priminin sabit kalacağı, işlenmemiş gıda fiyat artışlarının normalleşeceği ve dünya büyümesinin kademeli olarak yavaşlayacağı varsayımları yapılmıştır.

### Görünüm

Döviz kurunun enflasyon üzerindeki birincil etkilerinin büyük oranda 2006 yılı içinde tamamlanacağı ve iç talepteki yavaşlamanın ikincil etkileri sınırlayacağı yukarıda ifade edilmişti. Buna rağmen, 2006 yılında enflasyonun yüksek seyretmesinin fiyatlama davranışları üzerinde olumsuz etkilerinin görülebileceği düşünülmektedir. Özellikle hizmet fiyatları kanalıyla oluşması öngörülen ikincil etkilerin 2007 yılında enflasyon üzerinde yaklaşık 1 puanlık bir ek baskı oluşturacağı tahmin edilmektedir.

Bu çerçevede yaptığımız değerlendirmeler, enflasyonun orta vadede tekrar hedefe yakınsayabilmesi için sıkı para politikasının bir süre daha sürdürülmesi gerektiğine işaret etmektedir. Güncellenmiş tahminlerimize göre, 2006 yılı sonunda enflasyonun yüzde 70 olasılıkla yüzde 9,2 ile 10,6 aralığında gerçekleşeceği öngörülmektedir. Para politikasının mevcut sıkı duruşunun 2007 yılının son çeyreğinin başına kadar korunduğu ve sonrasında ölçülü bir faiz indirimine gidildiği bir senaryoya göre enflasyon oranının 2008 yılının ilk çeyreği sonunda yüzde 1,7 ile yüzde 5,2 aralığında gerçekleşeceği ve enflasyonun bir buçuk yıllık bir zaman diliminde hedefe yakınsayacağı tahmin edilmektedir (Grafik 5).<sup>1</sup> Anılan faiz politikasının mevcut bilgi setine dayanarak oluşturulan bir politika çerçevesini ifade ettiği ve enflasyon görünümüne dair her türlü yeni bilginin bu patikayı değiştirebileceği belirtilmelidir.



<sup>1</sup> 2007 yıl sonu için öngörülen rakam ise yüzde 3,5 ile 6,8 arasındadır.



## **Riskler**

Enflasyon görünümüne ilişkin birinci risk, iç talepteki yavaşlamanın öngörülen düzeyin altında gerçekleşme olasılığıdır. Kamu harcamalarındaki artışın hızlanması veya para politikasının ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin öngörülenden daha geç ortaya çıkması bu riskin gerçekleşmesine neden olabilecektir. Bu bağlamda, Merkez Bankası Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkilerini yakından takip etmektedir.

İkinci önemli risk unsuru, küresel piyasalarda yaşanabilecek dalgalanmalar olarak nitelendirilebilir. Uluslararası likidite koşulları, mali piyasalar ve risk iştahı üzerinde etkili olmaya devam etmektedir. Hali hazırda gelişmiş ülkelerde enflasyona ilişkin kaygılar yerini soğuma kaygılarına bırakmış gibi görünse de, her iki durum da gelişmekte olan ülkelerden fon çıkışına yol açabilecek ve bekleyişleri etkilediği takdirde para politikası tepkisi gerektirebilecektir. Bu noktada, Merkez Bankası'nın, Haziran ayı içinde alınan tedbirler çerçevesinde mali piyasalarda oluşabilecek geçici ani dalgalanmalara karşı kullanabileceği esnek bir politika aracı tasarlamış olduğunu vurgulamak faydalı olacaktır. Piyasadaki mevcut likidite yapısı, operasyonel faizlerin iki Kurul toplantısı arasında ihtiyaç duyulduğu anda hızlı bir şekilde yukarı doğru ayarlanabilmesine olanak tanımaktadır. Merkez Bankası, mali piyasalarda geçici ve sert dalgalanmalar gözlenmesi halinde bu tarz bir politika sıkılaştırmasına gidilebileceğini kamuoyuna açıklamıştır. Dalgalanmaların enflasyon görünümünde kalıcı olumsuz etkiler oluşturması halinde ise Kurul, politika faizlerini gözden geçirecektir. Burada not edilmesi gereken bir diğer önemli husus, küresel ekonomiye ilişkin, olumlu senaryoların da türetilebileceğidir. Örneğin, küresel ekonomide oluşabilecek bir soğuma, kısa vadede mali piyasalarımızı ve enflasyonu olumsuz etkileme potansiyeli taşımakla birlikte, emtia fiyatlarında yol açabileceği düşüş aracılığıyla orta vadede enflasyon açısından olumlu sonuçlar da doğurabilecektir.

Üçüncü risk, enflasyonun ve enflasyon bekleyişlerinin, aşağı inme konusunda beklenenden daha güçlü bir direnç gösterme olasılığıdır. Enflasyonu oldukça kısa bir süre içinde yüzde 10 düzeylerinden yüzde 4 düzeyine indirmeyi hedeflediğimiz göz önüne alındığında, hizmet sektöründeki fiyat artışlarının önemli bir risk unsuru olduğu ortaya çıkmaktadır. Hizmet sektöründe verimlilik artışları düşük olduğundan, bu sektörde enflasyonun daha yüksek olması normal bir durumdur. Ancak, bu etkinin de ötesinde, hizmet fiyatlarının büyük oranda geçmişe yönelik olarak ayarlanmasından kaynaklanan ve enflasyonda hızlı düşüşün öngörüldüğü dönemlerde ortaya çıkabilen ek bir risk bulunmaktadır. Kamu çalışanlarına yapılan ücret ayarlamaları bu riski daha da belirginleştirmektedir. Mevcut durumda hizmet fiyatlarındaki yıllık enflasyon yüzde 12 civarındadır. Yaptığımız projeksiyonlar, iç talepte öngörülen yavaşlama sonrasında bu rakamın 2007 yılında yüzde 9'lara kadar düşebileceğine işaret etmektedir. Bir diğer ifadeyle, hizmet grubu önümüzdeki yıl enflasyonu üzerinde 2,5 puanlık bir etki oluşturacaktır. Bu durumda 2007 yılı sonunda hedefe ulaşılabilmesi için mal grubu enflasyonunun yüzde 2'lere yakın bir düzeyde gerçekleşmesi gerekmektedir.

## **Sonuç**

Haziran ayından bu yana para politikası belirgin olarak sıkılaştırılmıştır. Para politikasının mevcut temkinli duruşunun talebi yavaşlatacağı ve 2008 yılının birinci çeyreğinin sonunda enflasyonun hedefe yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Son dönemde ortaya çıkan arz yönlü şokların birikimli etkileri enflasyonu yüksek düzeylerde tutmasına rağmen, almış olduğumuz politika tedbirleri enflasyon bekleyişlerindeki bozulmayı durdurma konusunda etkili olmuştur. Ancak, enflasyonun tahminlerimizden daha yukarıda gerçekleşmesine yol açabilecek önemli risk unsurları bulunmaktadır. Söz konusu risklerin gerçekleşmesi, para politikasının sıkılaştırılmasına yol açabilecektir. Bu doğrultuda, önümüzdeki dönemde para politikasının olumsuz haberlere karşı daha duyarlı olacağı bir duruş sergilenecektir. Bu yaklaşım, orta vadeli enflasyon hedefimize ulaşma konusundaki kararlılığımızın bir göstergesi olarak algılanmalıdır.

Bu çerçevede, 2007 yılı enflasyon hedefi yüzde 4 olarak korunmuştur. Mayıs ve Haziran aylarında mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar enflasyon görünümü açısından önemli bir dışsal şok niteliğindedir. Benzer şoklar yaşayan bir çok ülke enflasyon hedeflerini değiştirme yoluna gitmiştir (örneğin Brezilya, 2003). Mevcut durumda, ana senaryo altında oluşturulan tahminlerimiz, enflasyonun hedefe yakınsama süresinin bir buçuk yılı bulabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte para politikasına ilişkin kararlı ve temkinli duruşumuz göz önüne alındığında, enflasyonun 2007 yılı sonunda hedefe yakın olma olasılığının yüksek olduğu ifade edilebilir. Daha da önemlisi, hedefi değiştirmenin bizatihi kendisinin, enflasyon bekleyişlerini ve fiyatlama davranışlarını olumsuz etkileme potansiyeli taşıdığı ve bundan sonra verilecek taahhütlerin güvenilirliğini azaltabileceği düşünülmektedir.

Yüksek faiz dışı bütçe fazlası, son yıllarda enflasyonla mücadele konusunda elde edilen kazanımlarda önemli bir rol oynamıştır. Bu kazanımların korunması ve daha da ileri götürülmesi için Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devamlılığı ve mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformların kesintiye uğramadan sürdürülmesi kritik önem taşımaktadır.

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**  
**İdare Merkezi**

Durmuş Yılmaz  
Başkan

Erdem Başçı  
Başkan Yardımcısı