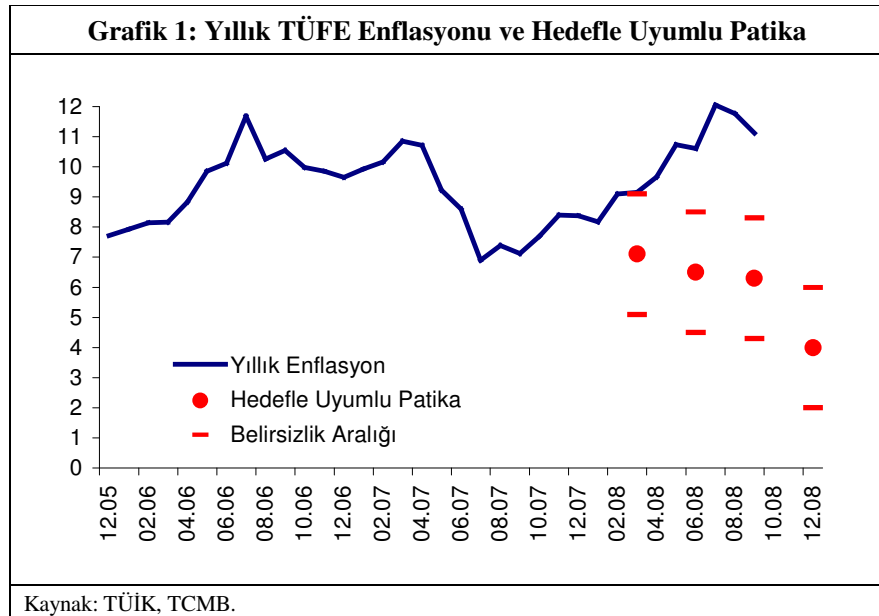


Mehmet ŞİMŞEK
Devlet Bakanı
ANKARA

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (Merkez Bankası) 2006 yılı başından itibaren uyguladığı açık enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında, enflasyon hedefinden belirgin olarak sapıldığında veya sapma olasılığı ortaya çıktığında Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesi uyarınca "hesap verme yükümlülüğü" mekanizması devreye girmektedir. Enflasyon hedefi Hükümet ile beraber 2008 yılı sonu için yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Merkez Bankası'nın "2008 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı politika metninde, hesap verme yükümlülüğü mekanizmasının uygulanabilmesine yönelik olarak, üçer aylık dönemlerin sonu için oluşturulan hedefle uyumlu patika ve bu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının alt ve üst sınırları kamuoyuna açıklanmıştır. Bu çerçevede, enflasyonun belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda, Merkez Bankası, Hükümete yazdığı bir açık mektup aracılığıyla hedeften sapmanın nedenlerini ve enflasyonun tekrar hedefe ulaşması için alınan tedbirleri kamuoyuna sunmaktadır.

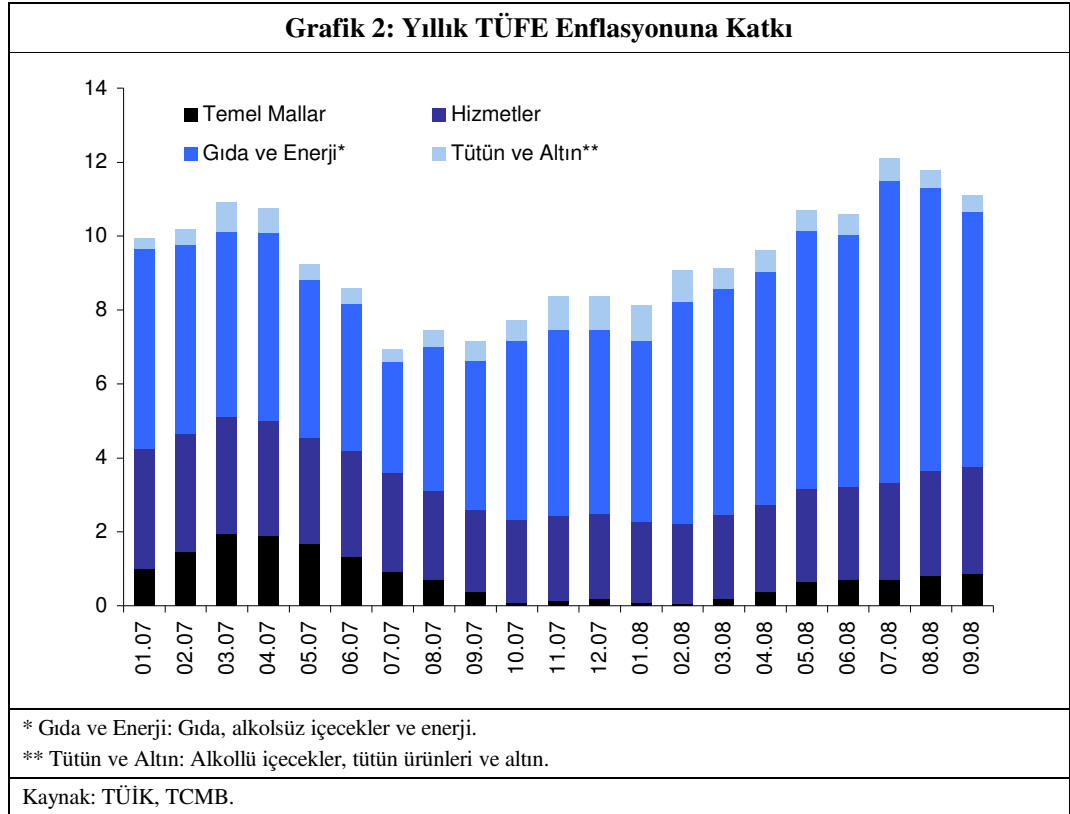
2008 yılının üçüncü üç aylık döneminin sonu için yüzde 8,3 olan belirsizlik aralığı üst sınırı, yıllık TÜFE artışının yüzde 11,13 olarak gerçekleşmesi ile aşılmıştır (Grafik 1). Bu açık mektup, enflasyonun hedeflenen patikadan sapma nedenlerini anlatmakta ve Merkez Bankası'nın orta vadeli hedeflere ulaşmak için uyguladığı stratejiyi ortaya koymaktadır.



Hedefin Aşılmasının Nedenleri

Nisan ve Temmuz aylarında yayımladığımız açık mektuplarda 2008 yılının sonunda hedefin belirgin olarak aşılmasının beklendiği belirtilmiş ve bunun nedenleri ayrıntılı olarak değerlendirilmiştir. Bu bölümde, son dönemdeki enflasyon gelişmeleri özetlenmektedir.

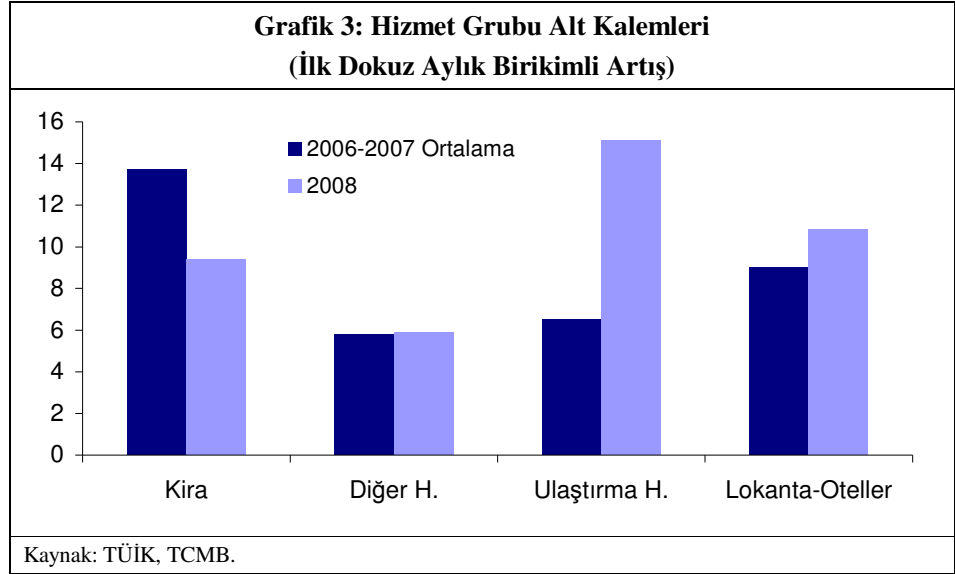
Gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin gelişmeler üçüncü çeyrekte de enflasyonun temel belirleyicisi olmaya devam etmiştir. Eylül ayından itibaren enerji ve diğer emtia fiyatlarında düşüş gözlenmesine rağmen, gecikmeli etkiler enflasyonu yüksek seviyelerde tutmaya devam etmiştir. Eylül ayı itibarıyla yüzde 11,1 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun yaklaşık 7 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır (Grafik 2).



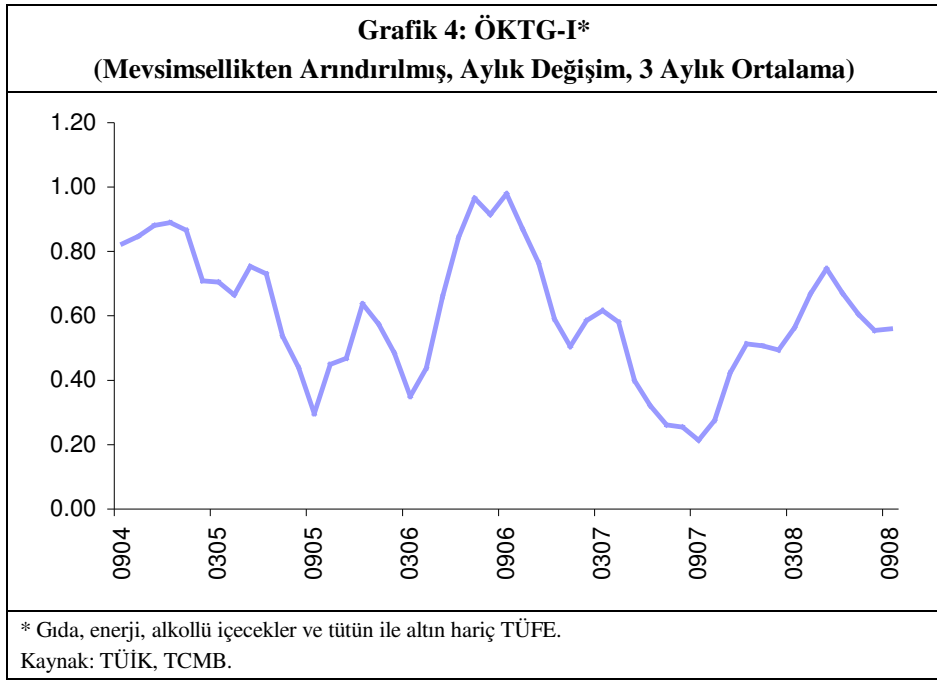
Yılın üçüncü çeyreğinde enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsur enerji fiyatlarındaki gelişmeler olmuştur. Petrol fiyatlarındaki aşağı yönlü düzeltmeye rağmen, elektrik, doğalgaz ve katı yakıtlar gibi diğer enerji kalemlerindeki artışlar sürmüştür. Bu doğrultuda, üçüncü çeyreğin sonu itibarıyla enerji fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı 3,8 puana ulaşmıştır.

Gıda fiyat artışları üçüncü çeyrekte belirgin bir yavaşlama göstermiştir. Olumlu hava koşulları ve tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüşlerle, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı ikinci çeyreğin sonundaki yüzde 14 düzeyinden üçüncü çeyrekte yüzde 11,1 seviyesine gerilemiştir. Özellikle işlenmemiş gıda fiyatlarında son iki çeyrekte devam eden düzeltme beklenenden daha olumlu gerçekleşmiştir.

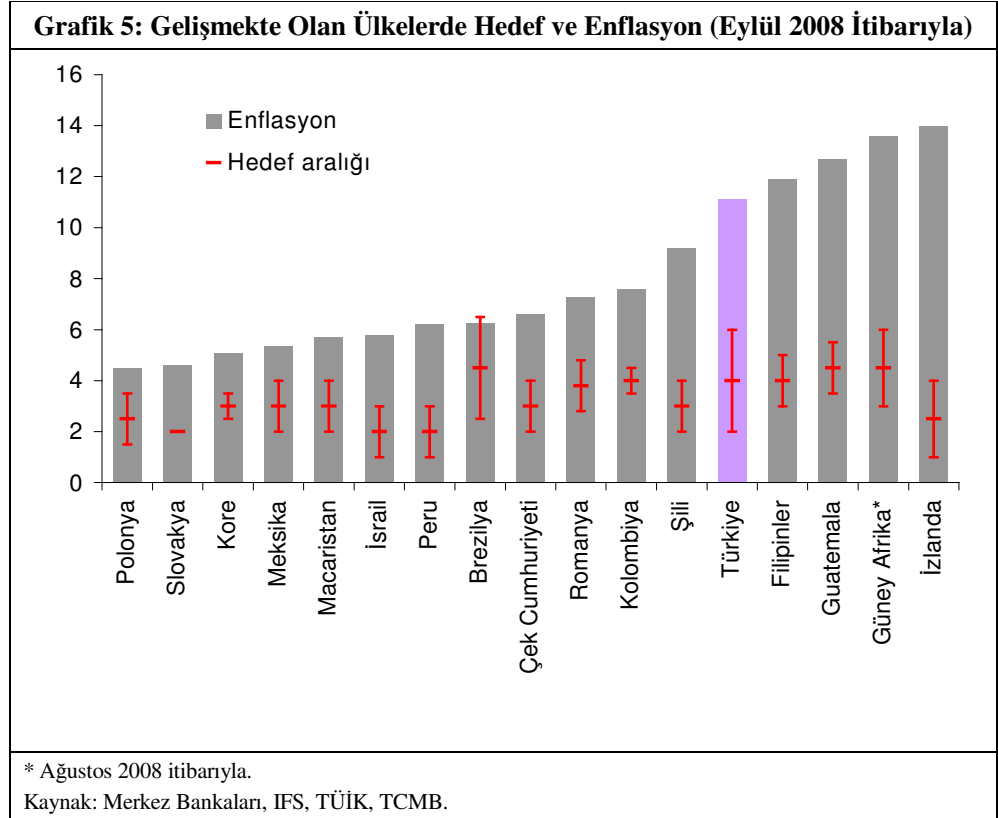
Gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların gecikmeli etkileri, üçüncü çeyrekte lokanta ve ulaştırma hizmetlerini olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Öte yandan, kira enflasyonunda geçtiğimiz yılın ikinci çeyreğinden itibaren gözlenen yavaşlama sürmüştür (Grafik 3).



Yılın üçüncü çeyreğinde gıda, enerji ve tütün ürünlerini dışarıda bırakan I endeksinin yıllık artış oranı yüzde 6,4'ten yüzde 7,3 düzeyine yükselmiştir. Bu gelişme, genel fiyatlandırma davranışlarındaki bozulmadan ziyade geçtiğimiz yılın aynı dönemindeki düşük bazdan kaynaklanmaktadır. Nitekim, mevsimsellikten arındırılmış I endeksinin aylık artış oranları son dönemde enflasyonun ana eğiliminin yavaşladığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, yakın dönemde döviz kurunda gözlenen hareketler sonrasında son çeyrekte temel enflasyon göstergelerinin yükselmeye devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 4).

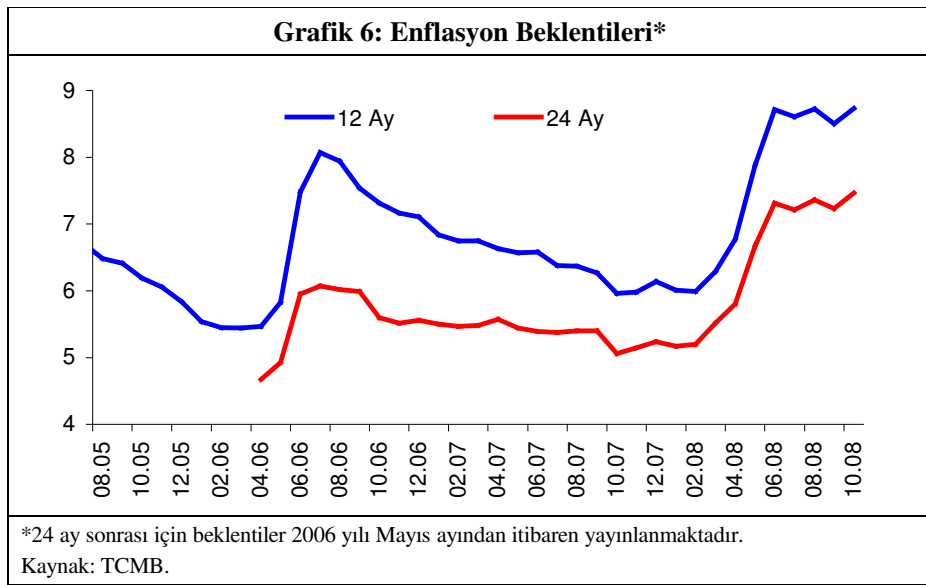


Yılın üçüncü çeyreğinde, uluslararası emtia fiyatlarının yüksek seyri bütün dünyada enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmiştir. Grafik 5'te görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin biri hariç hepsinde enflasyon hedefleri belirgin olarak aşılmıştır.



Para Politikası Tepkisi

Para Politikası Kurulu (Kurul), enflasyon beklentilerindeki bozulmayı durdurmak ve arz yönlü şokların genel fiyatlandırma davranışlarına yansımaları engellemek amacıyla Mayıs-Temmuz döneminde 150 baz puanlık sıkılaştırmaya gitmiştir. Enflasyon hedeflerindeki değişikliğin parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulanması stratejisi enflasyon beklentilerini kontrol altına almakta başarılı olmuş, yılın üçüncü çeyreğinde enflasyon beklentilerinde iyileşme gözlenmiştir (Grafik 6). Bununla beraber, yakın dönemdeki döviz kuru hareketlerinin enflasyon beklentilerine etkisinin henüz ortaya çıkmadığı belirtilmelidir.



İç talepte gözlenen belirgin yavaşlamaya rağmen, küresel piyasalardaki belirsizlikler para politikasının temkinli olmasını gerektirmektedir. Bu çerçevede, Ağustos- Ekim döneminde kısa vadeli faiz oranları sabit tutulmuştur (Tablo 1). Kurul, son toplantısından sonra yayımladığı açıklamada, döviz kurlarında gözlenen hareketlerin enflasyon üzerinde oluşturduğu etkinin, gıda fiyatlarındaki olumlu görünüm ve petrol fiyatlarında gözlenen keskin düşüş ile telafi edileceği değerlendirmesinde bulunmuştur. Bununla birlikte, son dönemde küresel belirsizliklerin artarak devam etmesinin, gerek enflasyon tahminlerinde gerekse para politikası kararlarında temkinli olmayı gerektirdiği ifade edilmiştir.

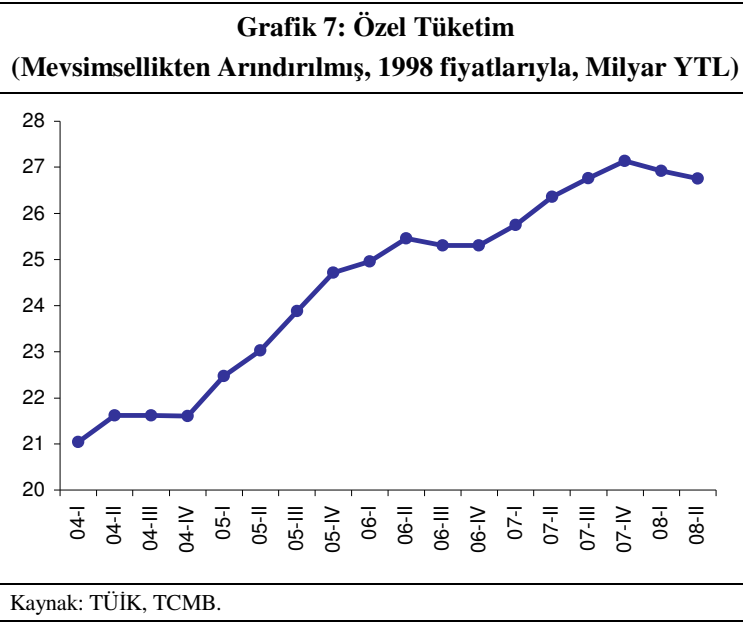
Tablo 1: 2008'de Para Politikası Kurulu Kararları

PPK Toplantı Tarihleri	Faiz Kararları (Yüzde Puan)	Faiz Oranı
17 Ocak 2008	-0,25	15,50
14 Şubat 2008	-0,25	15,25
19 Mart 2008	Değişiklik yapılmadı	15,25
17 Nisan 2008	Değişiklik yapılmadı	15,25
16 Mayıs 2008	+0,50	15,75
17 Haziran 2008	+0,50	16,25
18 Temmuz 2008	+0,50	16,75
14 Ağustos, 2008	Değişiklik yapılmadı	16,75
18 Eylül, 2008	Değişiklik yapılmadı	16,75
22 Ekim, 2008	Değişiklik yapılmadı	16,75

Kaynak: TCMB.

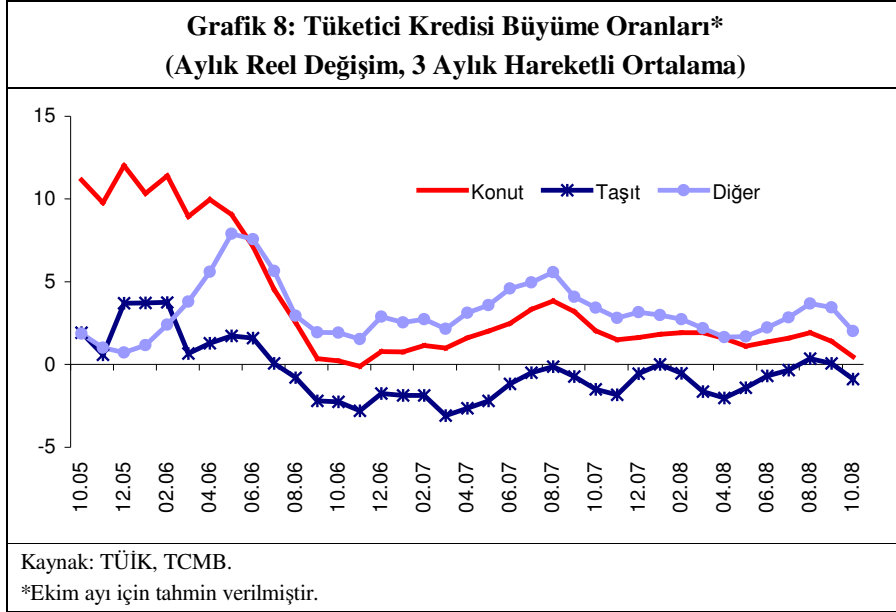
Enflasyon Görünümü

Temmuz ayında yayımladığımız açık mektupta iktisadi faaliyette kademeli bir toparlanma beklendiği ifade edilmişti. Ancak, geçen süre zarfında küresel piyasalardaki sorunların belirginleşmesi iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam edeceğine işaret etmiştir. Nitekim, yurt içi satış, üretim ve güven endekslerinin son dönemdeki seyri, Temmuz ayından bu yana yurt içi faaliyetteki yavaşlamanın daha da belirginleştiğine işaret etmektedir (Grafik 7). Küresel finans piyasalarındaki çalkantı tüm dünyada hissedilirken, ülkemizde de özel tüketim ve yatırım harcamalarının durağan bir seyir izlemeye devam edeceği tahmin edilmektedir.¹

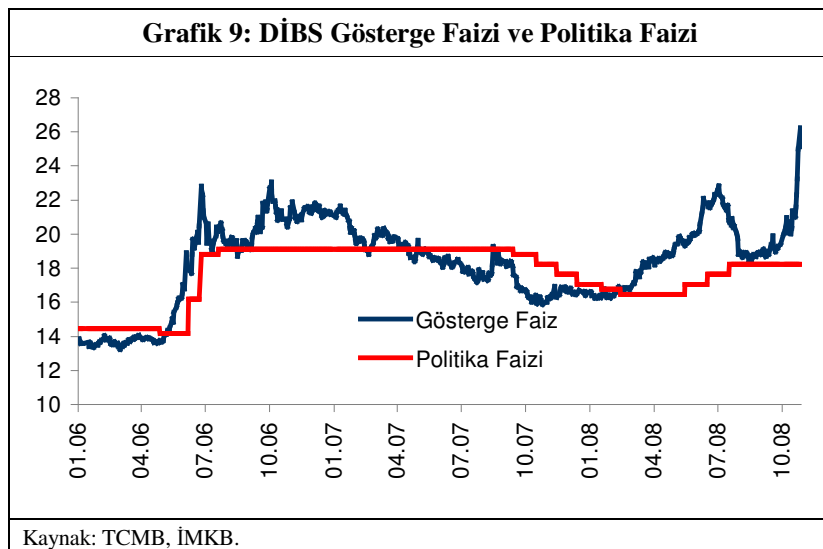


¹ Ekim Enflasyon Raporu'nun dördüncü bölümünde iç talebin eğilimine ilişkin göstergeler daha detaylı olarak sunulmaktadır.

Tüketici kredilerine ilişkin veriler finansman koşullarının sıkı olmaya devam ettiğine işaret etmektedir. Tüketici kredilerindeki yıllık artış oranları iç talebin canlı olduğu dönemlere kıyasla halen oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir (Grafik 8). Son dönemde tüketici kredilerindeki yavaşlama daha da belirginleşmiştir. Risk algılamalarındaki artışın ve kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde kredi genişlemesini sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

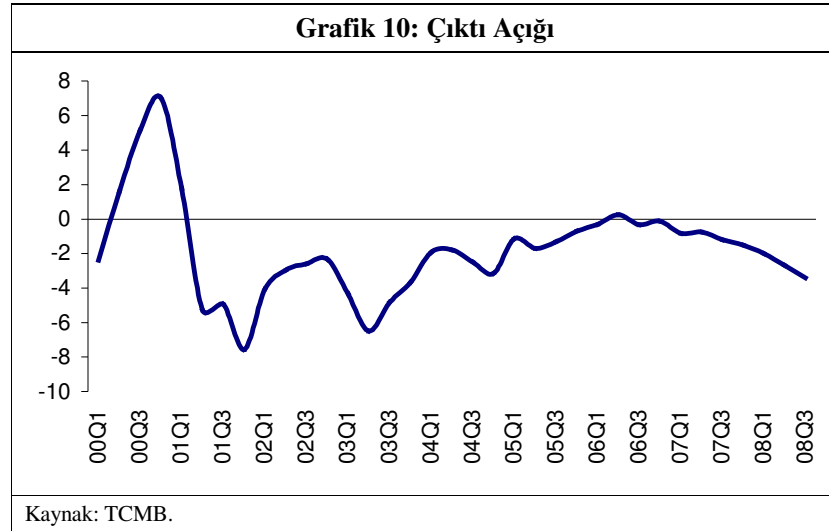


Son dönemde risk primindeki yükselişin etkisiyle piyasa faizlerinde de artış gözlenmiştir (Grafik 9). Faizlerdeki bu yükseliş iç talebi sınırlayarak enflasyondaki düşüşe destek olsa da artan risk priminin fiyatlama davranışlarına etkisi yakından takip edilmektedir.

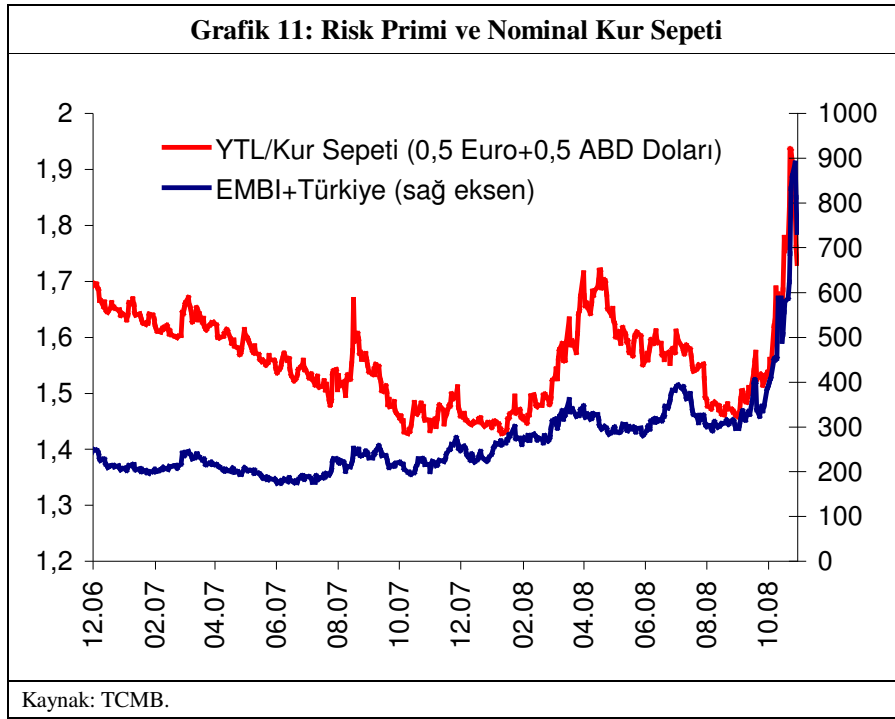


Yurt içi talepteki yavaşlama ve döviz kurunda gözlenen değer kaybı net ihracatın toplam talep büyümesine katkısını artıracaktır. Bununla birlikte, ticaret ortaklarımızın iktisadi faaliyetindeki yavaşlamanın bu katkıyı kısmen sınırlayıcı etki yapacağı öngörülmektedir.

Sonuç olarak, önümüzdeki dönemde iç talebin durağan seyrini sürdüreceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, tahminlerimiz oluşturulurken toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteğin bir önceki döneme göre arttığı bir çerçeveye öngörülmüştür (Grafik 10).



Küresel finans piyasalarındaki sorunların derinleşmesinden kaynaklanan belirsizlikler özellikle ABD doları likiditesine olan talebin olağanüstü düzeylere yükselmesine neden olmuş ve yakın dönemde Türkiye de dahil olmak üzere gelişmekte olan ekonomilerin paralarında belirgin değer kayıplarına yol açmıştır (Grafik 11). İç talepteki belirgin yavaşlamanın döviz kurundan fiyatlara geçişi sınırlayacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla, içinde bulunduğumuz dönemde döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin geçmiş dönemlere kıyasla daha zayıf olması beklenmektedir. Bununla beraber, döviz kuru hareketlerinin yıllık enflasyon üzerindeki doğrudan etkilerinin 2008 yılı sonunda 1,2 puan, 2009 yılı sonunda ise 1,5 puan olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.



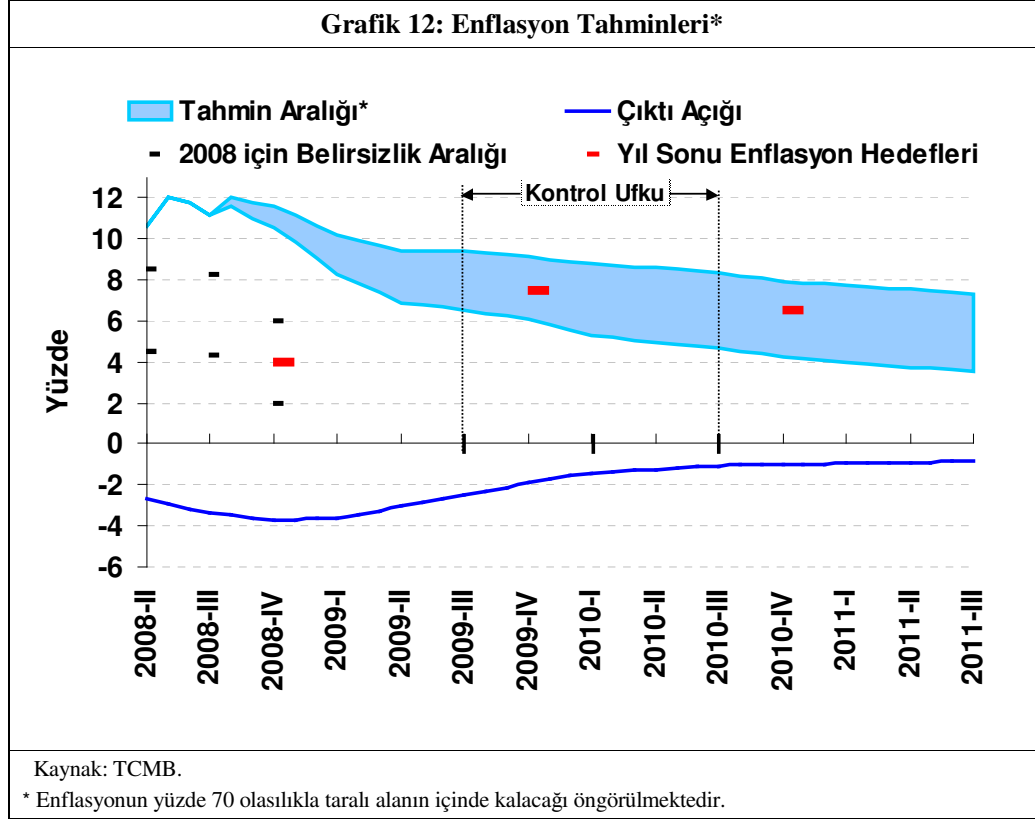
Temmuz Enflasyon Raporu'nda baz senaryoda petrol fiyatlarının 140 ABD doları düzeyinde seyredeceği varsayılmıştı. Geçen süre zarfında petrol fiyatlarında keskin bir düşüş gözlenmesi varsayımların aşağı yönlü güncellenmesini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede Ekim ayının ilk üç haftasına ilişkin vadeli fiyatların ortalaması referans alınarak, ana senaryoda petrol fiyatlarının 80 ABD doları civarında seyredeceği varsayılmıştır. Diğer yandan, elektrik ve doğalgaz gibi diğer enerji kalemlerinin fiyatlarında gözlenen yüksek artışlar, petrol fiyatlarındaki düşüşün olumlu etkilerini kısmen sınırlamıştır. Sonuç olarak, enerji fiyatlarındaki güncellemeler enflasyon tahminlerini 2008 yıl sonu için 0,5 puan, 2009 yıl sonu için ise 1,1 puan aşağı çekmiştir.²

Gıda fiyatları da Temmuz ayında esas alınan ana senaryoya göre daha olumlu bir seyir izlemiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının beklenenden olumlu seyri ve tarımsal emtia fiyatlarındaki düşüş göz önüne alınarak, gıda fiyatlarına ilişkin varsayımlar aşağı yönlü güncellenmiştir. Bu çerçevede, gıda fiyat enflasyonu varsayımı 2008 yılı için yüzde 14'ten yüzde 11'e, 2009 yılı için ise yüzde 9'dan yüzde 7,5'e düşürülmüştür. Bu değişiklik 2008 ve 2009 yılı enflasyon tahminlerinin sırasıyla 0,8 ve 0,4 puan aşağı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Ayrıca, 2010 yılı sonu için gıda fiyat enflasyonu yüzde 7'den yüzde 6'ya çekilmiştir.

Arz yönlü şokların birikimli etkileriyle, yılın üçüncü çeyreğinde hizmet enflasyonu beklenenden daha yüksek bir artış göstermiştir. Bu gelişme 2008 yıl sonu enflasyon tahminlerimizde bir önceki döneme kıyasla 0,6 puan yukarı yönlü etkide bulunmuştur. Önümüzdeki yıl ise toplam talepteki yavaşlamanın etkisiyle, hizmet enflasyonunun belirgin bir düşüş göstermesi beklenmektedir.

² Bankamız bünyesinde yapılan çalışmalar, petrol fiyatlarında yüzde 10 oranındaki düşüşün iki yıl sonunda yıllık enflasyonu 0,4-0,5 puan azalttığına işaret etmektedir. Bu bulguya ilişkin daha ayrıntı bilgi Ekim Enflasyon Raporu'nda yer almaktadır.

Bu varsayımlar doğrultusunda güncellenen tahminlere göre 2008 yılı sonunda enflasyonun yüzde 11,1 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 6,1 ile yüzde 9,1 arasında (orta noktası 7,6), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4,3 ile yüzde 7,9 arasında (orta noktası 6,1) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla ise enflasyonun yüzde 5,4 düzeyine düşmesi beklenmektedir (Grafik 12).



Sonuç olarak, döviz kurundaki gelişmelerin enflasyon üzerinde oluşturduğu baskıların, gerek gıda ve enerji fiyatlarının olumlu seyri gerekse iç talepteki yavaşlamayla telafi edileceği öngörülmüş ve bu doğrultuda orta vadeli enflasyon tahminlerimizde belirgin bir değişiklik yapılmamıştır.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin para politikasının duruşunu değiştirmesine neden olabileceği vurgulanmalıdır. Özellikle belirsizliklerin yüksek boyutlara ulaştığı mevcut konjonktürde para politikasının esnekliğini koruması gerekmektedir.

Riskler

Son dönemde uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunlar nedeniyle küresel finans piyasalarında güven kaybı oluşmuştur. Bu gelişmeler küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek özellikle ABD doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuştur. Merkez bankaları hızlı ve koordineli bir şekilde hareket ederek piyasaların etkin çalışmasını sağlamak üzere para piyasalarındaki likidite sıkışmasını gidermeye çalışmaktadır. Bu doğrultuda biz de piyasaların işleyişini düzenli hale getirmek amacıyla bir dizi önlem almış bulunmaktayız. Bu önlemlerin

birincisi Merkez Bankası nezdindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlanması olmuştur. İkinci olarak, Türk bankalarının likidite durumlarını daha da güçlendirmek amacıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Üçüncüsü, döviz piyasasındaki sağlıksız fiyat oluşumlarını önlemek amacıyla piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmasına karar verilmiştir. Ayrıca, piyasalarımızın etkin bir şekilde işlenmesini sağlamak amacıyla, gerektiğinde diğer önlemlere de başvurulabileceği kamuoyuna duyurulmuştur.

Önümüzdeki dönemde kredi koşullarındaki sıkışmanın süreceği tahmin edilmektedir. Bu gelişmeler, enflasyon üzerinde, kısa vadede olası portföy hareketleri kanalıyla yukarı yönlü, orta vadede ise iç talepteki yavaşlama kanalıyla aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Mevcut küresel belirsizlikler göz önüne alındığında para politikasının her iki yönde de esnek olması gerekmektedir. Nitekim, yukarıda sunulan tahminlerde, önceki raporlardan farklı olarak, kısa vadeli faizlerin görünümüne ilişkin somut bir sinyal verilmemiştir. Dolayısıyla, alınacak para politikası kararları küresel finans piyasalarında süregelen sorunların yurt içi yansımalarının niteliğine bağlı olarak belirlenecektir.

Emtia fiyatlarındaki belirsizlikler enflasyon tahminlerine ilişkin risk oluşturmaya devam etmektedir. Gıda ve enerji fiyatlarındaki aşağı yönlü güncellemeye rağmen, tahminlerimiz oldukça temkinli varsayımlara dayanmaktadır. Bu nedenle enerji ve gıda fiyatlarına dair aşağı yönlü risklerin en az yukarı yönlü riskler kadar belirgin olduğu belirtilmelidir.³ Önümüzdeki dönemde yukarı yönlü riskler gerçekleştiği takdirde, para politikası enflasyon hedeflerinden sapmayı en aza indirmeyi amaçlayacaktır. Gıda ve enerji fiyatlarının beklenenden daha olumlu gelişmesi halinde ise enflasyonun hedeflerin altında gerçekleşmesine izin verilecektir.

Son olarak, orta vadeli tahminlerimizin, kamu harcamalarının ve gelirler politikasının açıklanan hedeflerle uyumlu gerçekleşeceği varsayımını içerdiği ve otomatik fiyatlama mekanizmaları dışında, dolaylı vergi artışı veya yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki öngörmediği belirtilmelidir. Diğer bir ifadeyle, kamu bütçesinde sıkılaştırma gereği doğması halinde, bu ihtiyacın dolaylı vergi artışlarıyla değil öncelikle harcama kısıcı tedbirlerle karşılanacağı varsayılmıştır. Bu varsayımlardaki olası sapmalar enflasyon ve para politikasının görünümünü de değiştirebilecektir.

Sonuç

Temmuz ayında yayımladığımız açık mektuptan bu yana geçen süre zarfında uluslararası piyasalarda olağanüstü bir hareketlilik yaşanmaktadır. Bu süreç enflasyon görünümünü birçok farklı kanaldan etkilemektedir: Son dönemde Yeni Türk lirasında gözlenen keskin değer kaybı, özellikle kısa vadede enflasyonu olumsuz etkileyecektir. İkinci olarak, iç talepte öngörülenin ötesinde bir yavaşlama olabileceğinin ortaya çıkması, toplam talebin enflasyona verdiği desteği artırmıştır. Son olarak, emtia fiyatlarında yaşanan sert düşüşler göz önüne alınarak, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin varsayımlar aşağı yönlü güncellenmiştir. Döviz kurunun

³ Gıda ve enerji fiyatlarının baz senaryoya göre daha iyimser ve daha kötümser seyrettiği varsayımlara dayanarak oluşturulan enflasyon görünümü Enflasyon Raporu'nun son bölümünde sunulmaktadır.

enflasyon üzerinde oluşturduğu baskının, gıda ve enerji fiyatlarının olumlu seyri ve iç talepteki yavaşlamayla telafi edileceği tahmin edilmektedir.

Bu çerçevede güncellenen tahminlerimiz, önümüzdeki üç yıl için Orta Vadeli Program'la uyumlu olarak yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 düzeyinde belirlenmiş olan hedeflerin, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin oldukça temkinli varsayımlar altında dahi ulaşılabilir olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, son dönemde küresel belirsizliklerin artarak devam etmesi enflasyon tahminlerinde ve para politikası kararlarında temkinli olmayı gerektirmektedir.

Merkez Bankası likidite koşullarındaki gelişmeleri yakından izlemektedir. Son dönemde, finansal piyasalarımızın etkin bir şekilde işlemeye devam etmesini sağlamak amacıyla bir dizi önlem alınmıştır. Merkez Bankası, uluslararası piyasalardaki çalkantının ekonomimiz üzerindeki etkilerini sınırlamak için üzerine düşeni yapmaya devam edecektir. Bundan sonraki politika kararları büyük ölçüde küresel piyasalardaki gelişmelere ve bunların yurt içine yansımalarına göre şekillenecektir.

Küresel finans piyasalarındaki sorunlara karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gereklidir fakat bu tek başına yeterli değildir. Mevcut şokların ekonomiye etkisinin sınırlı kalması için, mali disiplinin sürdürülmesi ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi de en az para politikası kadar önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışlarının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.

Bu açık mektupta yer alan hususlara dair daha kapsamlı değerlendirmeleri içeren 31 Ekim 2008 tarihli Enflasyon Raporu ilişikte bilginize sunulmaktadır.

Saygılarımızla,

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
İdare Merkezi

Durmuş Yılmaz
Başkan

Erdem Başçı
Başkan Yardımcısı