

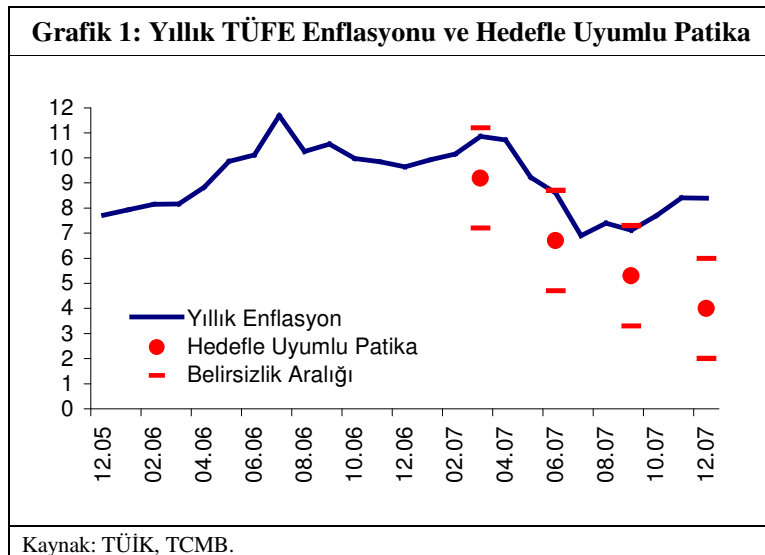
Sayı: 2008-04

Ankara, 31 Ocak, 2008

Sayın Mehmet ŞİMŞEK
Devlet Bakanı
ANKARA

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası), 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadır. Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesine göre, hedeften belirgin olarak sapıldığında veya sapma olasılığı ortaya çıktığında hesap verebilirlik mekanizması devreye girmektedir. Bu çerçevede Merkez Bankası, üçer aylık dönem sonları itibarıyla hedefle uyumlu bir patika oluşturmakta ve bu patikanın etrafında her iki yönde 2 puanlık belirsizlik aralıkları ilan etmektedir. Enflasyonun belirsizlik aralığının dışında kalması durumunda, Merkez Bankası, Hükümete yazdığı bir açık mektup aracılığıyla hedeften sapma nedenlerini ve enflasyonun tekrar hedefe ulaşması için alınan tedbirleri kamuoyuna sunmaktadır.

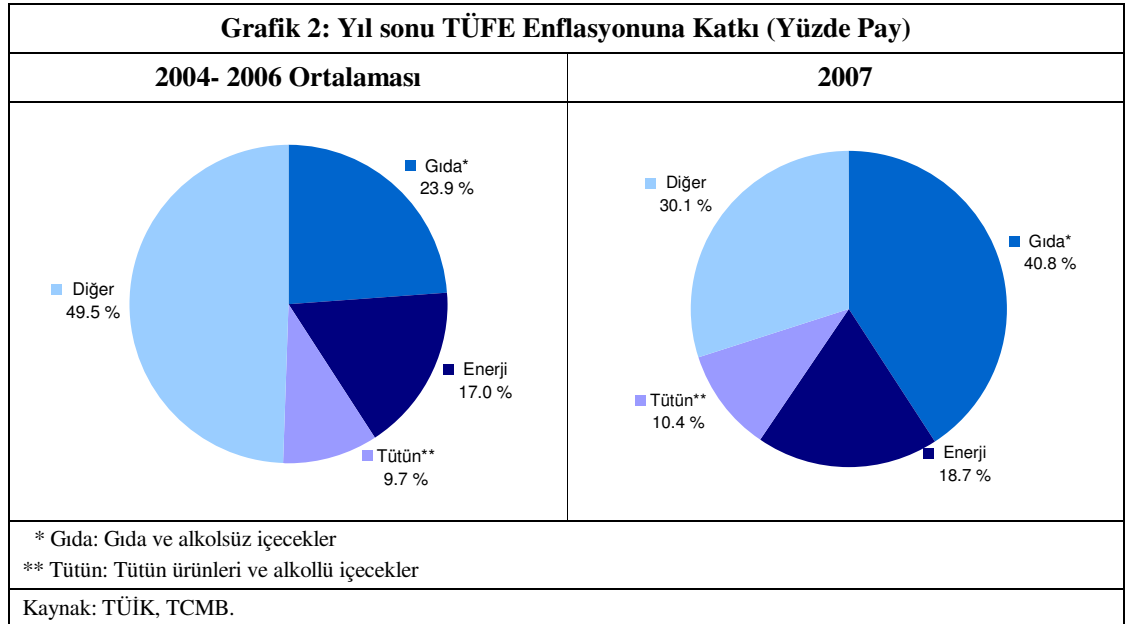
2007 yıl sonu enflasyon hedefi Hükümet ile birlikte yüzde 4 olarak belirlenmişti. Oysa, 2007 yılının sonunda TÜFE enflasyonu yüzde 8,39 olarak gerçekleşmiş ve belirsizlik aralığının üst sınırı olan yüzde 6 seviyesini aşmıştır (Grafik 1). Bu açık mektup, enflasyonun hedeflenen patikadan belirgin olarak sapma nedenlerini anlatmakta, hedefe tekrar ulaşılması için alınan tedbirleri açıklamakta ve bu çerçevede oluşan orta vadeli enflasyon görünümünü sunmaktadır. 5 Aralık 2005 tarihinde yayımlanan "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı politika metninde de belirtildiği gibi, kamuoyuna açıklanan bu mektup "program şartlılığı" çerçevesinde Uluslararası Para Fonu'na da (IMF) iletilecektir.



Hedefin Aşılmasının Nedenleri

2006 yılının ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma temel enflasyon göstergelerinde belirgin bir düşüş sağlamıştır. Bununla birlikte, petrol, gıda ve yönetilen/yönlendirilen mal fiyatlarındaki gelişmeler gibi para politikasının etki alanı dışında kalan unsurlar enflasyondaki düşüşü sınırlamıştır.

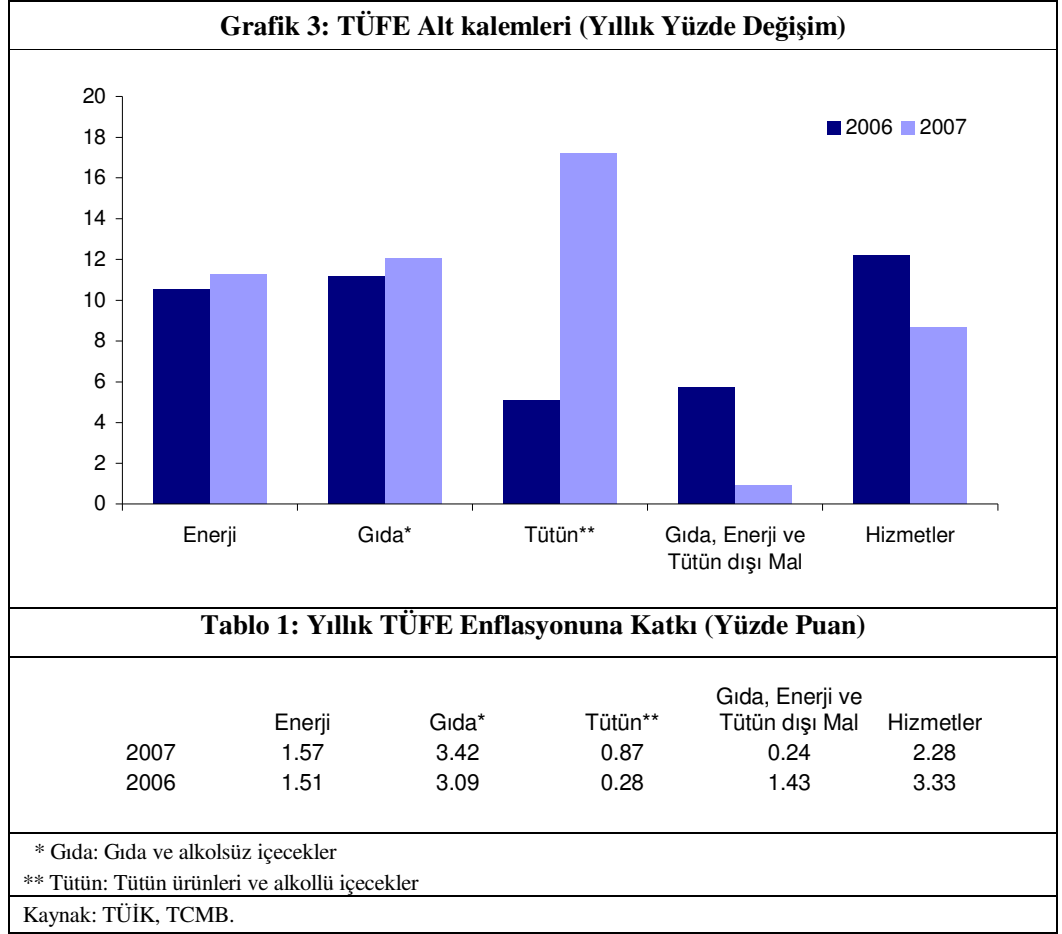
Gıda fiyatlarının seyrinde hem bölgesel hem de uluslararası gelişmeler etkili olmaktadır. Türkiye’de 2007 yılında yaşanan kuraklık sonrası tarım ürünleri rekoltesinde görülen düşüş arz yönlü bir şok oluşturmuştur. Bazı gıda ürünlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması, dünyada artan gıda talebi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki yükselişler gibi uluslararası gelişmeler de dış ticaret kanalıyla yurt içi gıda fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Söz konusu unsurlar sadece işlenmemiş gıda (taze sebze ve meyve gibi) fiyatlarını değil aynı zamanda işlenmiş gıda (ekmek, tahıl ve süt ürünleri gibi) fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüksek seyrini koruyarak yıl sonu itibarıyla yüzde 12 olarak gerçekleşmiş ve böylece yıllık enflasyonun 3,4 puanı sadece gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır. Diğer bir ifadeyle, gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2007 yılında enflasyondaki düşüşü yavaşlatan temel unsur olmuştur. Grafik 2’de de görüldüğü gibi, 2007 yılında gıda fiyatlarındaki nispi artış oranı geçtiğimiz yılların ortalamalarına kıyasla çok daha yüksek olmuştur.



Enflasyondaki düşüşü yavaşlatan bir diğer temel unsur, enerji ve yönetilen/yönlendirilen kalemlerin fiyatlarındaki gelişmeler olmuştur. Ham petrol fiyatlarının 2007 yılında yaklaşık yüzde 50 civarında bir artış göstermesi ve akaryakıt ürünlerinden alınan özel tüketim vergisindeki ayarlamalar, 2007 yılında akaryakıt ürünlerinin fiyatlarında yüksek artışlara neden olmuştur. Ayrıca, belediyelerin su fiyatlarında kuraklığın da etkisiyle yaptığı artışlar enerji grubu fiyatlarını yükselten bir diğer unsur olmuştur. Böylece, enerji grubundaki fiyat artışlarının enflasyon

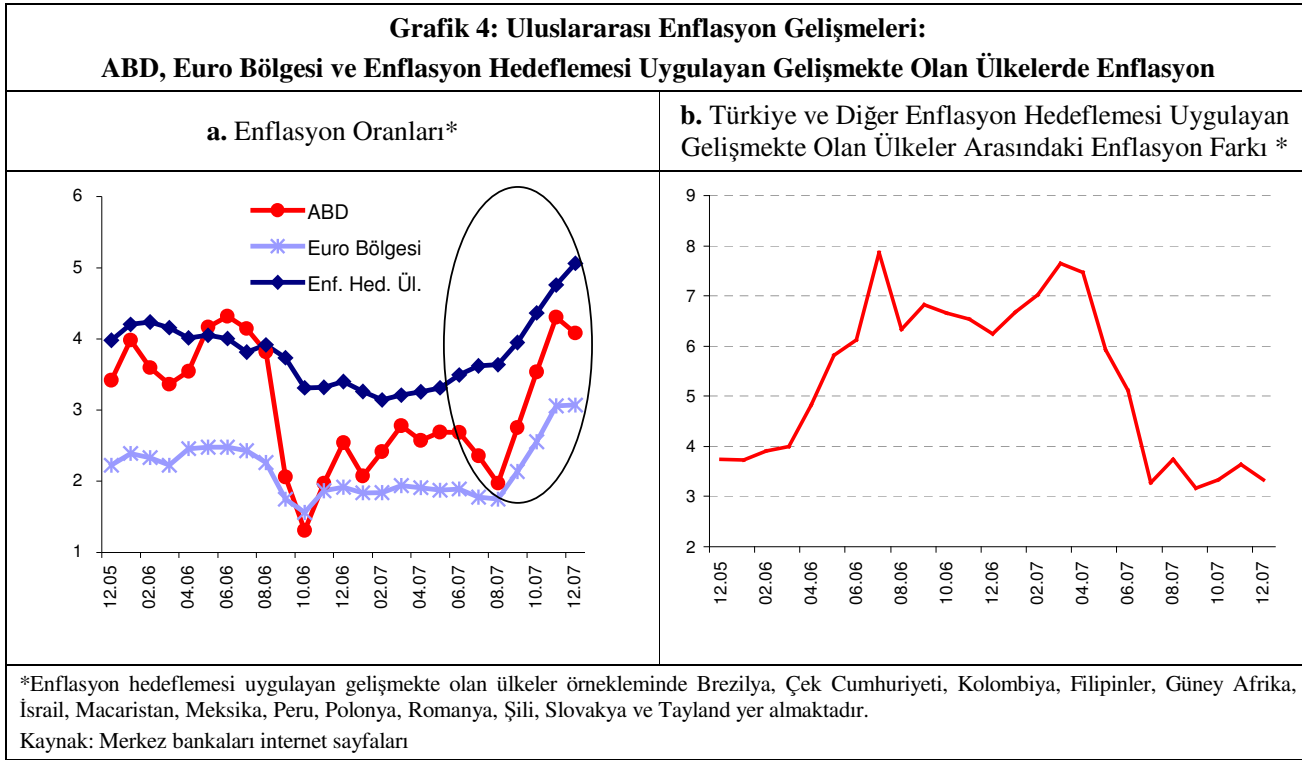
üzerindeki doğrudan etkisi 1,6 puana ulaşmış, bu artışın büyük bölümü yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki gelişmelerden kaynaklanmıştır.

TÜFE'nin seçilmiş alt kalemleri yıllar itibarıyla incelendiğinde, 2007 yılında enflasyonun yükselmesinde etkili olan ana unsurlar daha net görülebilmektedir. Grafik 3'te de görüldüğü gibi bu dönemde gıda, enerji ve tütün ürünleri fiyatlarında önemli artışlar olmuştur. Hizmetler ve temel mallar (gıda, enerji ve tütün hariç mallar) gruplarında fiyat artış oranlarının belirgin olarak düşmesi, enflasyondaki yükselişin daha çok arz yönlü gelişmelerden kaynaklandığını teyid etmektedir.



Uluslararası gelişmeler, yakın dönem enflasyon dinamiklerinin daha iyi anlaşılması açısından önemli ipuçları vermektedir. Son dönemde enflasyonun diğer ülkelerde de artmakta olduğu görülmektedir (Grafik 4). Ham petrol, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Son yıllarda dünyada merkez bankalarının itibarlarının yükselmiş olması ikincil etkilerin sınırlı kalmasına katkıda bulursa da emtia fiyatlarında süregelen artışların enflasyon üzerindeki olumsuz etkileri gözlenmeye başlamıştır. ABD'de ve Euro bölgesinde 2007 yılının son çeyreğinde enflasyonun yükselişe geçtiği, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ise 2007 yılı Temmuz ayından itibaren yukarı yönlü bir eğilimin başladığı gözlenmektedir. Grafik 4'te de görüldüğü gibi, Kasım ayında enflasyon üzerinde yaklaşık bir puanlık etki oluşturan yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarına rağmen, 2007 yılının genelinde Türkiye'de enflasyon eğiliminin

diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyrettiği görülmektedir.¹ Türkiye’de enflasyon 2006 yılı sonundaki yüzde 9,7 seviyesinden 2007 yılı sonunda yüzde 8,4 düzeyine düşerken, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4’ten yüzde 5,1 seviyesine yükselmiştir.



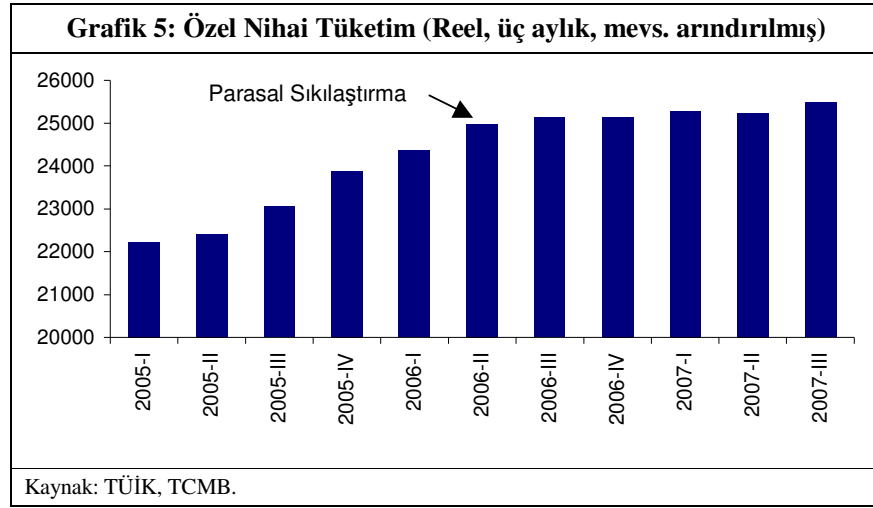
Enflasyonun Hedefe Ulaşması İçin Alınan Önlemler

Para politikası enflasyonu belirli bir gecikmeyle etkilemektedir. Bu çerçevede, 2007 yılında enflasyon dinamiklerinin daha iyi anlaşılabilmesi açısından, 2006 yılındaki para politikası uygulamalarının özetlenmesinde fayda görülmektedir. Finansal piyasalarda 2006 yılı Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanmaların ardından enflasyon beklentilerinin belirgin bir şekilde bozulmasıyla Merkez Bankası politika faizlerini kısa süre içinde 425 baz puan yükselterek güçlü bir politika tepkisi vermiştir. Söz konusu tepki enflasyon beklentilerini kontrol altına almakta başarılı olmuştur. Ancak, döviz kurunun gecikmeli etkileriyle enflasyonun uzunca bir süre yüksek seviyelerde seyretmesi, beklentilerin hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına neden olmuştur. Buna ek olarak, para politikası aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler ve süregelen arz şoklarının genel fiyatlamaya davranışlarına dair oluşturduğu riskler, para politikasının uzunca bir süre sıkı tutulmasını gerektirmiştir. Bu doğrultuda, takip eden dönemde faizler 13 ay boyunca sabit tutulmuştur.

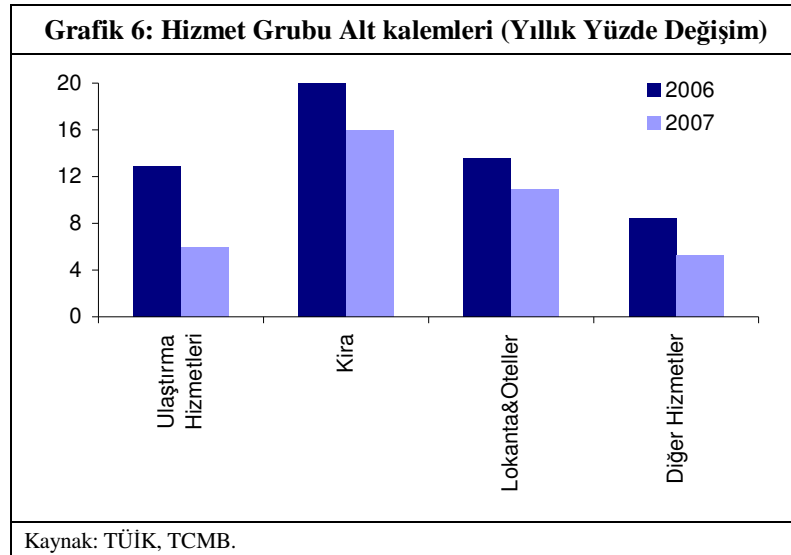
Güçlü parasal sıkılaştırma özel kesim tüketim talebini yavaşlatmıştır (Grafik 5). İzleyen dönemlerde kamu harcamalarındaki artışlara ve dış talebin güçlü seyrine

¹ 2007 yılında, temelde kamu harcamalarındaki yüksek artışlar nedeniyle, faiz dışı bütçe dengesi hedeflerine ulaşamamıştır. 2008 yılı bütçe hedeflerine ulaşılabilmesini teminen, 2007 yılı Kasım ayında tütün ve akaryakıt ürünlerinde vergi ayarlamaları yapılmış, 2008 yılı Ocak ayında ise elektrik ve doğal gaz fiyatları artırılmıştır.

rağmen para politikasındaki sıkılaştırma dayanıklı mallar, konut ve diğer hizmetler gibi sektörler kanalıyla toplam talebin yavaşlamasını sağlamıştır. Bu çerçevede, 2007 yılının başından itibaren Para Politikası Kurulu (Kurul), yılın son çeyreği civarında ölçülü faiz indirimlerine başlanabileceğini işaret etmiştir.



Parasal sıkılaştırmadan yaklaşık bir yıl sonra, temel enflasyon göstergelerinde belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Dayanıklı tüketim malları ve hizmetler gibi sektörlerin faaliyetlerinde gözlenen yavaşlamaya paralel olarak, ilgili kalemlerin fiyat artış oranları da belirgin bir gerileme göstermiştir. Zayıf iç talep ve Yeni Türk lirasının (YTL) güçlü konumu dayanıklı tüketim malları fiyat artış oranında kayda değer bir düşüş sağlamıştır. Bu doğrultuda, hizmet sektöründeki enflasyon da belirgin olarak yavaşlayarak 2007 yılı boyunca 3,6 puan azalmıştır. Hizmet fiyatlarındaki iyileşme bütün alt kalemlere yansımış, özellikle enflasyonun en fazla katılıp gösterdiği kalemlerden biri olan kiranın artış hızındaki gerileme kayda değer bir gelişme olmuştur (Grafik 6).



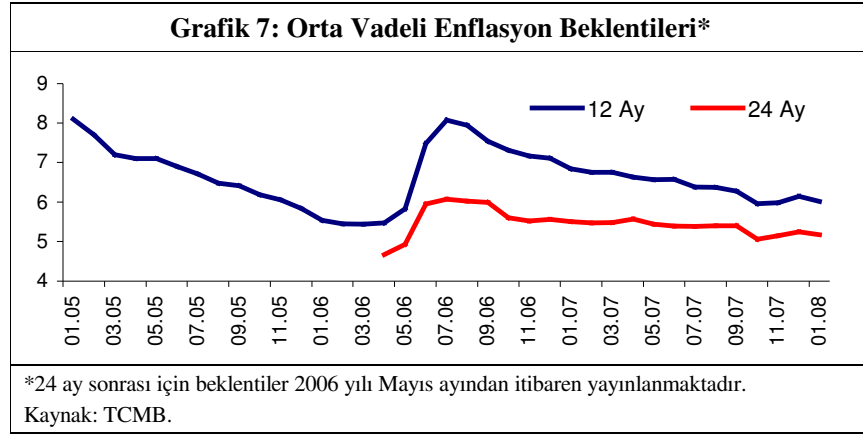
Bütün bu gelişmeler, para politikasındaki sıkılaştırmanın kademeli olarak azaltılabilmesi için elverişli bir ortam sağlamıştır. Buna ek olarak, Ağustos ayından itibaren gelişmiş piyasalarda görülen dalgalanmalar, küresel ekonomideki yavaşlamanın beklenenden daha erken görülme ihtimalini artırmıştır. Bu çerçevede Kurul, yıl başından itibaren işaret etmekte olduğu ölçülü faiz indirimlerine Eylül ayında başlamıştır. O dönemden bu güne faizler toplam 200 baz puan indirilmiştir. Kurul, söz konusu faiz indirimlerine rağmen kısa vadeli faizlerin mevcut seviyesinin enflasyondaki düşüşü desteklediğini belirtmiş ve faiz indirimleri konusunda belirli bir manevra alanı olduğuna dikkat çekmiştir. Bununla birlikte Kurul, gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmelerin genel fiyatlama davranışlarına etkileri konusundaki risklere ve bununla ilişkili olarak enflasyon beklentilerindeki katılığa dikkat çekerek temkinli olunması gerektiğini vurgulamıştır.

PPK Toplantı Tarihleri	Faiz Kararları (yüzde puan)	Faiz Oranı
16 Ocak 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
15 Şubat 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
15 Mart 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
18 Nisan 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
14 Mayıs 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
14 Haziran 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
12 Temmuz 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
14 Ağustos 2007	Değişiklik yapılmadı	17,50
13 Eylül 2007	-0,25	17,25
16 Ekim 2007	-0,50	16,75
14 Kasım 2007	-0,50	16,25
13 Aralık 2007	-0,50	15,75
17 Ocak 2008	-0,25	15,50

Kaynak: TCMB.

2007 yılı boyunca gerek 12 ay sonrası gerekse 24 ay sonrası için enflasyon beklentileri düşüş eğilimi göstermiştir (Grafik 7). Bununla birlikte, 2007 yılında, özellikle son çeyrekte, beklentilerdeki iyileşme sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede fiyatlama davranışlarının geçmiş enflasyona kısmen endeksli olmasının yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan ve yapılması planlanan ayarlamaların da etkisi olduğu düşünülmektedir. Diğer yandan, Kasım ayı içinde gerçekleşen fiyat ayarlamalarının orta vadeli enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin sınırlı kalması, ekonomik birimlerin enflasyon hedeflerini büyük oranda referans almaya devam ettiklerini işaret etmektedir. Ancak, orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüzde 4 olan enflasyon hedefinin halen üzerinde seyretmesi, para politikasının temkinli olmasını gerektirmektedir.²

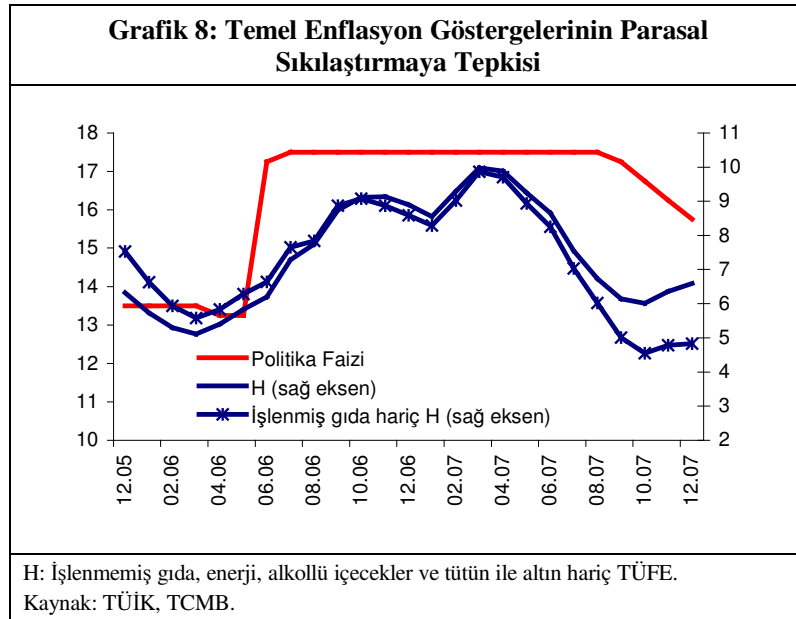
² Ocak ayı itibarıyla, bir yıl ve iki yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 6,01 ve 5,17 düzeyindedir.



Enflasyon ve Para Politikasının Görünümü

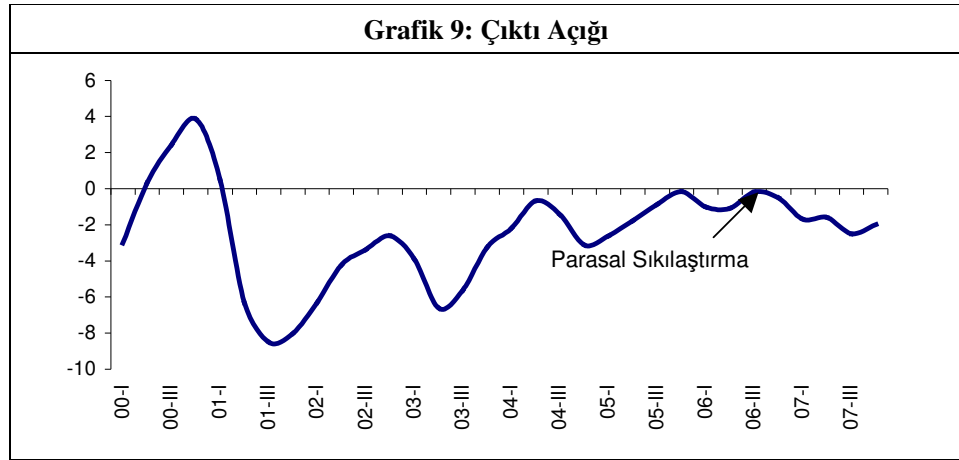
Önümüzdeki dönemde enflasyonun düşmeye devam etmesini sağlayacak unsurlar şu şekilde özetlenebilir:

Gıda, enerji ve tütün ürünleri hariç TÜFE'nin yıllık artış oranı yüzde 4,8 civarında bir temel eğilime işaret etmektedir (Grafik 8).³ Bir diğer ifadeyle, son bir yıl içinde enflasyonun ana eğilimi orta vadeli hedefe yakın seyretmiştir. Önümüzdeki dönemde petrol ve gıda fiyatlarının 2007 yılına kıyasla daha ılımlı bir seyir izleyeceği varsayımı altında, baz etkisinin enflasyondaki düşüşe katkıda bulunacağı öngörülmektedir.

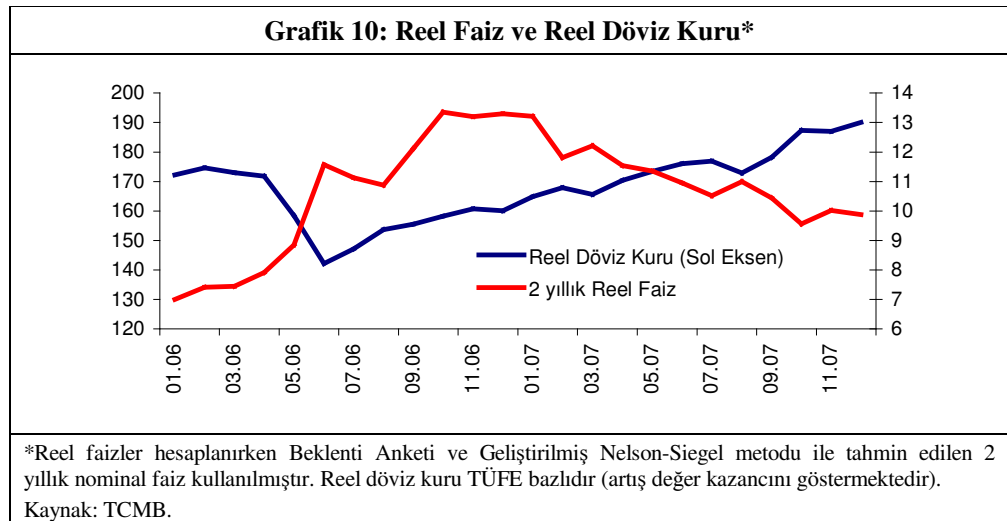


³ “Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG)” adı altında yayımlanan temel enflasyon göstergeleri işlenmiş gıda kalemini dışlamaktadır. Mevcut konjunktürde bu kalemi dışarıda bırakan endeksin, enflasyonun ana eğilimi hakkında daha sağlıklı bilgi edinilebilmesine katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Uluslararası uygulamalar bu yaklaşımı büyük oranda desteklemektedir.

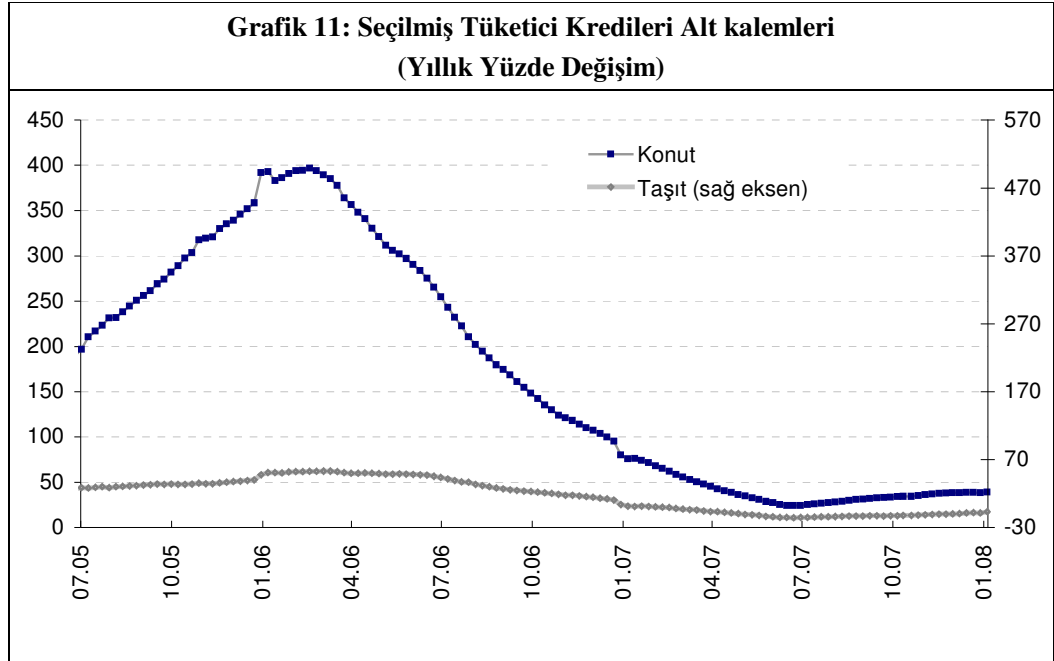
Mevcut arz ve talep koşulları enflasyondaki düşüşü desteklemektedir. 2006 yılının ortasındaki parasal sıkılaştırma, ekonomik faaliyeti önemli ölçüde yavaşlatmış ve toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüşe verdiği desteği artırmıştır. 2007 yılının ikinci yarısında iç talep toparlanma eğilimi gösterse de söz konusu eğilim enflasyon üzerinde baskı oluşturacak düzeye ulaşmamıştır. Bu çerçevede, mevcut talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam edeceği tahmin edilmektedir (Grafik 9). İş gücü piyasasındaki gelişmeler de bu görünümü desteklemektedir. 2006 yılı Eylül-Kasım döneminde işsizlik oranı yüzde 9,3 düzeyindeyken bu oran 2007 yılının aynı döneminde yüzde 9,7'ye yükselmiştir. Bu dönemde tarım dışı istihdam yıllık olarak yüzde 1 oranında artmış ve bu rakam son iki yıldaki en düşük artış oranı olmuştur.



Parasal koşullar enflasyondaki düşüşe destek vermeye devam etmektedir. Son dönemdeki faiz indirimlerine rağmen, para politikası halen sıkı durumdadır. Parasal büyüklüklerin artış hızı da bu görünümü desteklemektedir. Son çeyrekte 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. Ayrıca, YTL'nin güçlü konumu emtia fiyatlarındaki artışların yurt içi piyasalara yansımalarını sınırlamakta ve enflasyondaki düşüşe katkıda bulunmaktadır.



Kredilere ilişkin veriler de para politikasının sıkı olmaya devam ettiğini teyid etmektedir. Otomobil ve konut kredilerindeki yıllık artış oranları iç talebin canlı olduğu dönemlere kıyasla halen oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir (Grafik 11). 2006 yılının ikinci yarısındaki belirgin yavaşlamanın ardından 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren tüketici kredilerinde toparlanma eğilimi gözlenmiştir (Tablo 3). Bununla birlikte, para politikasının temkinli duruşunun ve küresel kredi koşullarındaki sıkılaştırmanın önümüzdeki dönemde yurt içi kredi genişlemesini sınırlandıracağı tahmin edilmektedir.



**Tablo 3: Tüketici Kredileri ve Kredi Kartlarından Alacaklar
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)**

	2006Ç2	2006Ç3	2006Ç4	2007Ç1	2007Ç2	2007Ç3	2007Ç4
Tüketici Kredileri	20,0	1,5	3,6	2,6	9,0	10,0	6,6
Konut Kredileri	22,8	0,9	2,2	2,7	7,5	10,2	5,4
Taşıt Kredileri	5,1	-6,4	-5,0	-8,9	-3,4	-2,0	-1,4
Diğer Krediler	24,3	6,0	8,9	6,6	14,5	12,8	9,9
Kredi Kartları	6,8	2,1	2,1	-1,6	7,7	2,4	3,2

Kaynak: TCMB.

Önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş sürecini destekleyeceği tahmin edilen bir diğer unsur dış talep gelişmeleridir. Son dönem verileri dünya ekonomisinin yavaşlamakta olduğuna işaret etmektedir. Küresel kredi piyasalarındaki sorunlar ve buna bağlı olarak finansal istikrara ilişkin kaygılar, dış talebe ilişkin aşağı yönlü riskleri artırmıştır. Merkez bankalarının piyasaya verdiği likidite ve para politikalarındaki gevşeme bu kaygıları azaltmış olsa da alınan bu önlemlerin ekonomik faaliyetlerin yakın dönemde yeniden canlanmasına yol açma ihtimali düşük görülmektedir.

2008 yılında enflasyondaki düşüşe katkı yapabileceği düşünülen bir diğer unsur maliye politikasıdır. Her ne kadar bütçe harcamalarındaki artışlar 2007 yılında para politikasının etkisini kısmen zayıflatmış olsa da mevcut bütçe hedefleri 2008 yılında görece olarak daha sıkı bir maliye politikasına işaret etmektedir. Zira, bütçe projeksiyonları/hedefleri veri olarak alındığında kamu harcamalarının toplam talebe yaptığı katkının azalması beklenmektedir.

Bütün bu değerlendirmeler ışığında, toplam talep koşullarının önümüzdeki dönemde enflasyonun temel eğilimindeki düşüşü desteklemesi beklenmektedir. Burada “enflasyonun temel eğilimi” ile kastedilen gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerin TÜFE’den arındırılmasıyla elde edilen enflasyondur. Dolayısıyla, yeni arz şoklarının ortaya çıkmadığı bir senaryo altında enflasyonun aşağı doğru eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Bu süreçte enflasyonun hedefe doğru yaklaşma hızını büyük oranda gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmeler belirleyecektir.

Ekim ayı Enflasyon Raporu’nda petrol fiyatlarının 70 ABD doları seviyesinde seyredeceği, gıda fiyatlarının artış hızının ise geçtiğimiz yıllardaki yüksek bazın etkisiyle kademeli bir yavaşlama sergileyerek orta vadede hedefle uyumlu düzeylerde gerçekleşeceği varsayılmıştı. Ancak, 2007 yılı boyunca ham petrol ve tarımsal emtia fiyatları yükselmeye devam etmiş ve böylece gıda ve enerji sektöründeki fiyat artışları varsayımlarımıza kıyasla daha kalıcı olmuştur. Bu gelişmeler 2007 yılında enflasyonun tahminlerimizin üzerinde gerçekleşmesine neden olduğu gibi aynı zamanda orta vadeli tahminlerimizin yukarı yönlü güncellenmesi gereğini doğurmuştur.

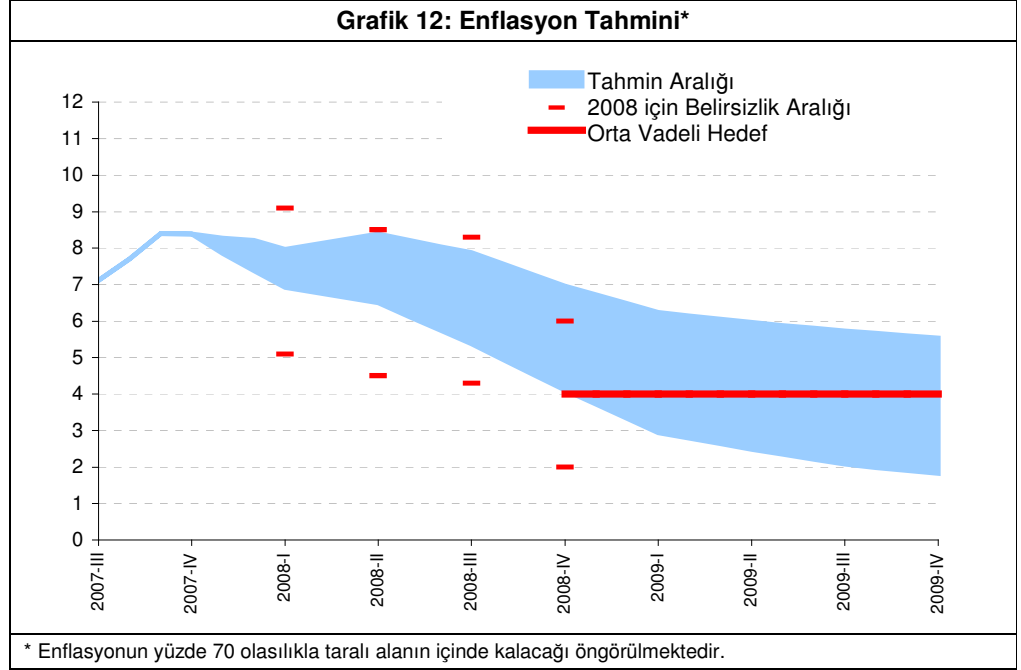
Bu doğrultuda, petrol fiyatlarına ilişkin varsayımımız 2008 yılı için 85 ABD dolarına yükseltilmiştir. Ayrıca, geçtiğimiz yıl yaşanan kuraklığın gecikmeli etkileri ve emtia fiyatlarının yüksek seviyesi göz önüne alınarak işlenmiş gıdadaki fiyat artışlarının bir müddet daha süreceği ve bu kalemdeki enflasyonun azalmakla birlikte görece olarak yüksek seviyelerde seyretmeye devam edeceği bir çerçeve esas alınmıştır. Bir diğer ifadeyle, güncellenen enflasyon tahminleri, 2007 Ekim Enflasyon Raporu’na kıyasla gıda fiyatlarında daha temkinli bir varsayım içermektedir.

Petrol fiyatlarında yapılan bu güncelleme 2008 yılı enflasyon tahminlerini 0,5 puan yukarı çekmiştir. Ayrıca, son dönemdeki elektrik ve doğal gaz fiyat ayarlamalarının 2008 yıl sonu enflasyonuna doğrudan etkilerinin yaklaşık 0,6 puan olması beklenmektedir. Enerji ve gıda fiyatlarına ilişkin yapılan yukarı yönlü güncellemeler, enflasyonun hedefe yaklaşması için öngörülen sürenin bir önceki Enflasyon Raporu’na kıyasla daha uzun olabileceğine işaret etmektedir. Dolayısıyla, gıda fiyatlarında belirgin bir düzeltme olmadığı taktirde, 2008 yılı sonunda enflasyon büyük bir olasılıkla yüzde 4 hedefinin üzerinde gerçekleşecektir.

Bu çerçevede enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2008 yılı sonunda yüzde 4,1 ile yüzde 6,9 arasında (orta nokta 5,5), 2009 yılı sonunda ise yüzde 1,8 ile 5,5 arasında (orta nokta 3,7) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 12). Tahminler üretilirken, 2008 yılında politika faizlerinde sınırlı bir indirim yapılacağı varsayılmıştır. Tahminlerin ana mesajı, 2007 Eylül ayında başlatılan ölçülü indirim sürecinin

devamının olumlu veri ve gelişmelere bağlı olacaktır. Bir diğer ifadeyle, mevcut tahminler bir önceki Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir faiz indirim sürecine dayanmaktadır.

Enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin, Kurul'un geleceğe yönelik duruşunu değiştirmesine neden olabileceği önemle vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, yukarıda ifade edilen para politikası duruşu Merkez Bankası tarafından verilmiş bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.



Önümüzdeki dönemde enflasyon ve para politikasına ilişkin hem aşağı hem de yukarı yönlü riskler bulunmaktadır:

Arz şoklarının ikincil etkileri ve bununla ilişkili olarak enflasyonun aşağı inme yönünde beklenenden daha fazla katılık gösterme olasılığı, orta vadeli 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 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.

Merkez Bankası uluslararası piyasalardaki gelişmeleri yakından takip etmektedir. Gelişmiş ülkelerin kredi piyasasındaki sorunlar küresel ekonomiye ilişkin belirsizlik oluşturmaya devam etmektedir. Merkez Bankası, orta vadeli enflasyon ve para politikası görünümünü oluştururken, gelişmiş ülkelerin iktisadi faaliyetlerindeki

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.

Son yıllarda uygulanan disiplinli maliye politikası, risk priminde kayda değer düşüşler sağlamış ve enflasyonun hızla aşağı indiği bir dönemde aynı anda yüksek büyüme oranlarının gerçekleştirilebilmesini mümkün kılmıştır. Bu bakımdan, küresel risk iştahının bozulduğu bir dönemde mali disiplinin devam etmesi özel bir önem taşımaktadır.

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 doğal gaz tarifelerinde yapılan ayarlamalar dışında, yönetilen/yönlendirilen fiyatlardan kaynaklanabilecek önemli bir etki içermemektedir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda enflasyon ve para politikası görünümü de değişebilecektir.

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.

Gıda ürünleri TÜFE sepetinin dörtte birinden fazlasını oluşturduğundan, bu gruba ilişkin riskler dikkatle değerlendirilmektedir. Gıda fiyatlarının seyri, bölgesel iklim koşullarının yanı sıra küresel gelişmelere de duyarlılık göstermektedir. Orta vadeli enflasyon görünümü oluşturulurken, gıda kaleminde Ekim ayı Enflasyon Raporu'na kıyasla daha temkinli bir varsayım yapılmıştır. Bununla birlikte, geçtiğimiz iki yıldaki yüksek artışların oluşturduğu baz etkisi göz önüne alındığında 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.

Sonuç

Gıda ve enerji fiyatlarında süregelen yüksek artışlara rağmen, para politikası enflasyonu ve enflasyon beklentilerini kontrol altına almayı başarmıştır. Enerji, gıda ve tütün gibi kalemler dışlandığında, enflasyonun önümüzdeki dönemde yüzde 4 hedefine yakın seyretmesi beklenmektedir. Olumsuz arz şoklarının tekrarlanmadığı bir senaryo altında, sıkı parasal koşulların enflasyonu hedefe doğru yaklaştırması

beklenmektedir. Bununla birlikte, hedefe ulaşma süresinin büyük oranda gıda ve enerji fiyatlarının seyrine bağlı olacağı da belirtilmelidir. Merkez Bankası'nın önceliği fiyat istikrarıdır. Ancak, para politikasının kontrolü dışındaki arz yönlü şoklara sert tepki verilmesi ekonomik faaliyette ve göreceli fiyatlarda arzu edilmeyen oynaklıklara yol açabileceğinden, Merkez Bankası orta vadeli bir strateji uygulamaktadır. Bir diğer ifadeyle Merkez Bankası, para politikasının kontrolü dışındaki gelişmelere sert tepki göstermemekte ve enflasyonun geçici bir süre hedeften sapmasına izin verebilmektedir. Bu süreçte beklentiler, ücret ayarlamaları ve temel enflasyon gibi orta vadeli enflasyon açısından önem taşıyan değişkenlerin seyri dikkatle izlenmektedir. Söz konusu strateji, arz yönlü şoklar ortadan kalktığında enflasyon hedefine ulaşılmasını sağlayacaktır.

Son iki yılda enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalması, beklenti yönetiminin önemini daha da ön plana çıkarmıştır. Merkez Bankası, enerji ve gıda fiyatlarındaki artışların ikincil etkilerinin ortaya çıkmaması için gerekeni yapmaya devam edecektir. Küresel ekonomide süregelen belirsizlikler, elektrik fiyatlarındaki artışlar ve fiyatlama davranışlarına ilişkin riskler para politikası kararlarının verilere duyarlılığını artırmıştır. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde faiz indirimlerinin devamı enflasyonun orta vadeli görünümünü etkileyen değişkenlerin seyrine bağlı olacaktır.

Gelinen noktada, 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.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

İdare Merkezi

Durmuş Yılmaz
Başkan

Erdem Başçı
Başkan Yardımcısı