

## PARA POLİTİKASI KURULU TOPLANTI ÖZETİ

Toplantı Tarihi: 15 Şubat 2007

### *Enflasyon Gelişmeleri*

1. Tüketici fiyatları, Ocak ayında yüzde 1 oranında artmış ve yıllık enflasyon yüzde 9,93 olarak gerçekleşmiştir. Ocak ayında yıllık enflasyonun yükselmesinin temel belirleyicisi, gerek ihracat gerekse arz yönlü unsurların etkisiyle oldukça yüksek oranlı artış gösteren işlenmemiş gıda fiyatları olmuştur. İşlenmemiş gıda ürünleri dışındaki fiyat hareketleri ise olumsuz bir görünüm arz etmemiştir.
2. Geçtiğimiz ay yayımlanan Para Politikası Kurulu (Kurul) Toplantı Özetlerinde gıda fiyatlarının enflasyon üzerinde bir risk unsuru olmaya devam ettiği belirtilmişti. Ocak ayı enflasyon gelişmeleri, bu değerlendirmeyi teyid eder niteliktedir. İşlenmemiş gıda fiyatları, Ocak ayında yüzde 8,82 oranıyla tarihsel olarak oldukça yüksek bir artış kaydetmiş ve bu grupta yıllık fiyat artış oranı yüzde 20'nin üzerine çıkmıştır. Ocak ayındaki yüksek artışta özellikle sera mahsulleri fiyatlarındaki gelişmeler önemli rol oynamış, bu ürünlerden bazılarının fiyat hareketlerinde artan ihracat imkanlarının etkisi de hissedilmiştir. Şubat ayında işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık artışında aşağı yönlü bir hareketin gözlenme ihtimali yüksek olsa da işlenmemiş gıda fiyatlarına ilişkin riskler önemini korumaktadır.
3. İşlenmemiş gıda ve enerji dışı mal fiyatlarının yıllık artış hızındaki gerileme eğilimi ise, Yeni Türk lirasının güçlenmesine ve iç talepteki yavaşlamaya paralel olarak devam etmiştir. Bu grupta yıllık enflasyonun yüzde 5,73 ile 2006 yılı ortalarında yaşanan dalgalanma öncesi döneme yaklaştığı gözlenmiştir. Benzer şekilde, özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin çoğunda yıllık artış hızları gerilemiştir. Enerji, işlenmemiş gıda ürünleri, alkollü içecekler, tütün ve altın fiyatları dışlanarak hesaplanan göstergenin (H) yıllık artış hızındaki yavaşlama eğilimi belirginleşmiştir.
4. Ocak ayı enflasyon gelişmeleri, hizmet fiyatları artış hızında beklenen yavaşlamanın henüz gerçekleşmediğine işaret etmektedir. Ulaştırma hizmetleri yıllık fiyat artışı, akaryakıt fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olarak azalmıştır. Ancak, kira ve lokanta-oteller grubundaki yüksek artışlar, hizmet grubunda fiyat enflasyonunun yüksek kalmasında etkili olmaya devam etmiştir.
5. Tüketici fiyat endeksindeki yüksek oranlı gıda fiyatları artışına karşın, üretici fiyat endeksindeki tarım fiyatları yıllık enflasyonunun gerileme eğilimini

sürdüğü gözlenmektedir. İki endeksin davranışındaki söz konusu farklılaşmanın temel nedeni, Ocak ayında yüksek oranlı artışlar göstererek tüketici fiyatlarını yukarı çeken işlenmemiş gıda ürünlerinin çoğunluğunun aynı dönem için üretici fiyat endeksinde kapsamamasıdır.

6. Sonuç olarak, Ocak ayında enflasyonda görülen artış, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki gelişmelerden kaynaklandığından orta vadeli enflasyon görünümünü değiştirmemiştir. Enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki gevşeme ve 2006 yılında yaşanan döviz kuru şokunun fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflaması gibi unsurlar, özellikle 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren yıllık enflasyonda önemli bir düşüşe yol açabilecektir. Bu çerçevede, yıllık enflasyon, Şubat ayında işlenmemiş gıda fiyatlarında gözlenebilecek düzeltmenin katkısıyla aşağı yönlü, Mart ayında ise yönetilen/yönlendirilen ürün fiyatlarından kaynaklanan yukarı yönlü hareketler sergileyebilecekse de mevcut düşüş eğiliminin yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşeceği öngörülmektedir.

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

7. Kurul, son dönemde açıklanan verilerin, Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan görünüm ile büyük ölçüde uyumlu olduğu değerlendirmesini yapmıştır:
8. Özel kesim tüketim talebindeki yavaşlama devam etmektedir. Tüketici kredilerinde gözlenen hızlı büyüme, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren belirgin olarak yavaşlamış, Aralık ayında dönemsel bir artış gösterdikten sonra Ocak ayında yeniden yavaşlama eğilimi sergilemiştir. Bunun yanında, parasal göstergeler de benzer bir seyir izlemiştir.
9. Dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar 2006 yılının son çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre bir miktar toparlanma eğilimi gösterse de 2007 yılı Ocak ayında mevsimsellikten arındırılmış otomobil satışları Aralık ayına göre gerilemiştir. Beyaz eşya satışları ise son dönemde yatay bir seyir izlemiştir. Merkez Bankası ve TÜİK'in ortak yürüttüğü Tüketici Güven Endeksi ile CNBC-e Tüketim Endeksi, Ocak ayında mevsimsellikten arındırılmış verilerle önemli bir değişim göstermemiştir.
10. Dış talep gücünü korumaktadır. 2006 yılının son çeyreğinde ihracat miktar endeksinin yıllık artış oranı ithalat miktar endeksinin yıllık artış oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu doğrultuda, net ihracatın, üçüncü çeyrekte olduğu gibi dördüncü çeyrekte de GSYİH büyümesine pozitif katkıda bulunması beklenmektedir. Ayrıca, TİM verilerine göre Ocak ve Şubat aylarında ihracatın yüksek bir oranda artmaya devam etmesi, dış talebin büyümeye olumlu katkısının süreceğine işaret etmektedir.
11. Sanayi üretimi, Enflasyon Raporu'nda sunulan görünümle uyumlu olarak, 2006 yılının dördüncü çeyreğinde, üçüncü çeyreğe göre bir miktar toparlanmıştır.

Aralık ayı sanayi üretimi, Kasım ayına göre mevsimsellikten arındırılmış verilerle gerilemiş olmakla beraber, ekonomik faaliyete ilişkin diğer göstergelerle birlikte değerlendirildiğinde bu gelişmenin kalıcı olmayacağı düşünülmektedir: İktisadi Yönelim Anketi'nde yer alan gelecek üç aya dair iç piyasa ve ihracat piyasasından alınan yeni sipariş miktarı ve satılmış mal hacmi ile gelecek üç aylık dönemde üretim hacmi eğilimi gibi göstergeler, ekonomik faaliyette daralmaya işaret etmemektedir.

- 12.** Makine-teçhizat yatırımları, 2006 yılının dördüncü çeyreğinde üçüncü çeyreğe göre kısmi bir toparlanma göstermiş olmasına rağmen, geçtiğimiz yıllara kıyasla durgun seyrini sürdürmektedir. Aralık ayı üretim ve ithalat verileri ile Ocak ayı ticari araç satışları, makine-teçhizat yatırımlarında belirgin bir canlanma olmadığına işaret etmektedir. Ancak, İYA göstergelerinden olan yatırım harcaması eğiliminin Aralık ayı itibarıyla artması, orta vadede yatırımlar konusunda olumlu sinyal vermektedir. Diğer yandan, metalik olmayan mineral maddeler sektöründe üretimin Aralık ayında da artmaya devam etmesi inşaat yatırımlarındaki canlılığın sürdürülmesine işaret etmektedir.
- 13.** Özet olarak, Kurul, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin sürdüğü değerlendirmesini yapmıştır. Önümüzdeki dönemde ekonomik faaliyetin aşamalı bir toparlanma göstereceği tahmin edilmekle birlikte, özellikle 2007 yılının ikinci çeyreğinde, büyük oranda baz etkisinden kaynaklanan, düşük büyüme rakamları görülebilecektir.
- 14.** Bütün bu saptamaların yanında, Kurul üyeleri, 2006 Ekim ve Ocak dönemindeki bayram tatilleri nedeniyle ay içinde çalışılan gün sayısının bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla önemli farklılıklar gösterdiğini ve bu durumun ekonomik faaliyetin genel eğilimine ilişkin verilerin değerlendirilmesinde dikkate alınması gerektiğini not etmiştir. Bu bağlamda, önümüzdeki dönemde ekonomik faaliyete dair açıklanacak veriler dikkatle izlenmeye devam edilecektir.
- 15.** 2006 yılının dördüncü çeyreğinde imalat sanayiinde verimlilik artışlarının sürdüğü tahmin edilmektedir. Ayrıca, tarım dışı işsizlik oranının halen yüksek düzeylerde olmasının birim işgücü maliyetlerindeki artışı sınırlamaya devam edeceği düşünülmektedir. Ancak, enflasyonun halen orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerinde olduğu göz önüne alındığında, kamu gelirler politikasına ilişkin gelişmeler enflasyonla mücadele sürecindeki önemini korumaktadır.
- 16.** Toplam talep ve maliyet unsurlarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği katkının yanı sıra, orta vadeli enflasyon beklentilerindeki kısmi iyileşme de devam etmektedir. 2007 yıl sonu enflasyon beklentilerinin Ocak ayı enflasyon gerçekleştirmelerinden az da olsa olumsuz etkilendiği, buna rağmen orta vadeli beklentilerdeki düşüş eğiliminin sürdüğü gözlenmektedir.

## ***Para Politikası ve Riskler***

- 17.** Son dönemde, Merkez Bankası politika faizinin sabit kalmasına karşın özellikle risk algılamasındaki azalmanın ve uluslararası likidite koşullarındaki olumlu seyirin desteğiyle devlet iç borçlanma senetleri faizlerinde belirgin bir düşüş gözlenmiştir. Kredi faizlerindeki gerileme ise daha sınırlı olmuş ve henüz tüketim talebini destekleyecek boyuta erişmemiştir. Ancak, kredi faizlerindeki düşüş eğiliminin hızlanması durumunda özellikle tüketici kredilerindeki artışın bir süre sonra tekrar ivmelenebileceği düşünülmektedir.
- 18.** Önümüzdeki dönemde enflasyonun ana eğiliminin düşüş yönünde olacağı ve orta vadede hedefe yakınsayacağı tahmin edilmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun hedeflere yakınsama süresini etkileyebilecek bazı riskler mevcuttur.
- 19.** Orta vadeli enflasyon görünümüne ilişkin temel risk, enflasyonun aşağı inme konusunda beklenenden daha güçlü bir direnç gösterme olasılığıdır. Enflasyon beklentilerindeki ve hizmet enflasyonundaki düşüşün sınırlı olması, bu riski daha da belirginleştirmektedir. 2006 yılı ortasındaki finansal dalgalanma sonrasında kötüleşen bekleyişler son dönemde olumluya dönmekle birlikte halen orta vadeli enflasyon beklentileri hedeflenen düzeyin oldukça üzerindedir. Hizmet fiyatlarındaki katılık ise Ocak ayında da sürmüştür. Genel ekonomik faaliyetteki yavaşlamanın bir süre sonra hizmet fiyatlarına da yansımaları beklenmektedir. Ancak geçmişe endekslemenin yaygınlığı, ücret artışlarına olan duyarlılık ve yapısal unsurlar nedeniyle, hizmet fiyatlarındaki yüksek artışların bir süre daha devam edebileceği riskinin göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Böyle bir riskin gerçekleşmesi, para politikasının sıkı duruşunun sürdürülmesini gerektirebilecektir.
- 20.** Enflasyon görünümüne dair bir diğer risk, para politikasının toplam talep üzerindeki gecikmeli etkilerine ilişkin belirsizliktir. 2006 yılı Haziran ayından bu yana gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın özel kesim talebi üzerindeki etkisi son dönemde görülmeye başlanmıştır. Ancak, ekonomideki yavaşlamanın hangi boyutta gerçekleşeceği ve bunun enflasyon üzerindeki etkisinin ne kadar belirgin olacağı konusu henüz tam olarak netleşmemiştir. Ayrıca kamu harcamalarına ilişkin belirsizliklerin devam etmesi, toplam talep ve enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir risk unsuru oluşturmaktadır.
- 21.** Uluslararası piyasalarda risk iştahının azalması veya likidite koşullarında gözlenebilecek bir dalgalanma, enflasyonun görünümüne dair bir risk unsuru oluşturmaya devam etmektedir. Son dönemde, Amerika Birleşik Devletleri ekonomisinde enflasyon ile büyüme arasındaki risklerin dengeli seyredeceğine ilişkin algılamaların artması, bu yönden kaynaklanabilecek belirsizlikleri azaltmıştır. Buna karşın, Japonya ekonomisinde büyüme oranlarının beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi, parasal sıkılaştırma olasılığını artırmıştır. Sonuç olarak uluslararası likidite koşullarına ilişkin belirsizlikler, dönemsel

olarak azalmış gibi görünse de daha geniş bir perspektiften bakıldığında devam etmektedir. Küresel likidite akışında ortaya çıkabilecek ani hareketler sonrasında piyasalarda görülebilecek dalgalanmaların enflasyon görünümünde kalıcı olumsuz etkiler oluşturması halinde, Kurul gerekli politika tepkisini verecektir.

- 22.** Son dönemde uluslararası emtia fiyatlarına ilişkin beklentiler enflasyon görünümüne olumlu katkıda bulunmaktadır. Metal fiyatları aşağı doğru seyrini sürdürmektedir. Bunun yanında, gerek dünya ekonomisindeki büyümenin daha dengeli bir yapıya kavuşması, gerekse petrol stoklarının mevcut seviyesi, önümüzdeki dönemde ham petrol fiyatlarının çok yüksek artışlar göstermeyeceğine dair beklentileri güçlendirmektedir. Yine de emtia fiyatlarına dair öngörülerin büyük belirsizlikler içerdiği ve içinde bulunduğumuz konjonktürde bir risk unsuru olarak değerlendirilmesi gerektiği belirtilmelidir.
- 23.** Bu değerlendirmeler ışığında Kurul, orta vadede enflasyon hedefine ulaşılması için temkinli duruşun devam etmesinin gerektiği değerlendirilmesini yapmış ve politika faizlerinin değiştirilmemesine karar vermiştir. Orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması ve hizmet fiyat enflasyonuna ilişkin riskler ile küresel ekonomideki belirsizlikler para politikasındaki sıkı duruşu sürdürmeyi gerektirmektedir.
- 24.** 2006 yılı Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri yakından takip edilmektedir. Bunun yanında, yapısal reform sürecindeki gelişmelerin, gelirler politikasındaki ayarlamaların ve kamu kesimi faiz dışı harcamalarının enflasyon ve enflasyon beklentileri üzerindeki olası yansımaları da dikkatle değerlendirilmektedir. Merkez Bankası, orta vadeli enflasyon görünümünü olumsuz yönde etkileyecek gelişmelerin gözlenmesi halinde parasal sıkılaştırmaya gitmekten kaçınmayacaktır.
- 25.** Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ile ekonomik programa ilişkin yapısal reformların planlandığı gibi kesintiye uğramaksızın hayata geçirilmesi kritik önemini korumaktadır. Orta ve uzun dönemde mali disiplinin kalitesini artıracak olan yapısal reformlar konusundaki gelişmeler, gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir. Son yıllarda söz konusu alanlarda atılan kararlı adımların önümüzdeki dönemde de aynı kararlılıkla sürdürülmesi, uluslararası konjonktürdeki değişimlerin en az dalgalanmayla atlatılmasına katkıda bulunacaktır.