

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

BANKALAR BİRLİĞİ SUNUMU

Mayıs 2008

Sunuş Özeti

1. ENFLASYON RAPORU

- a. Enflasyon Hedefinin Belirgin Olarak Aşılmasının Nedenleri
- b. Enflasyonu Etkileyen Unsurlar
- c. Orta Vadeli Öngörüler
- d. Risk Analizi

2. HEDEF REVİZYONU VE PARA POLİTİKASI

3. LİKİDİTE YÖNETİMİ

TCMB

ENFLASYON RAPORU

30 Nisan 2008



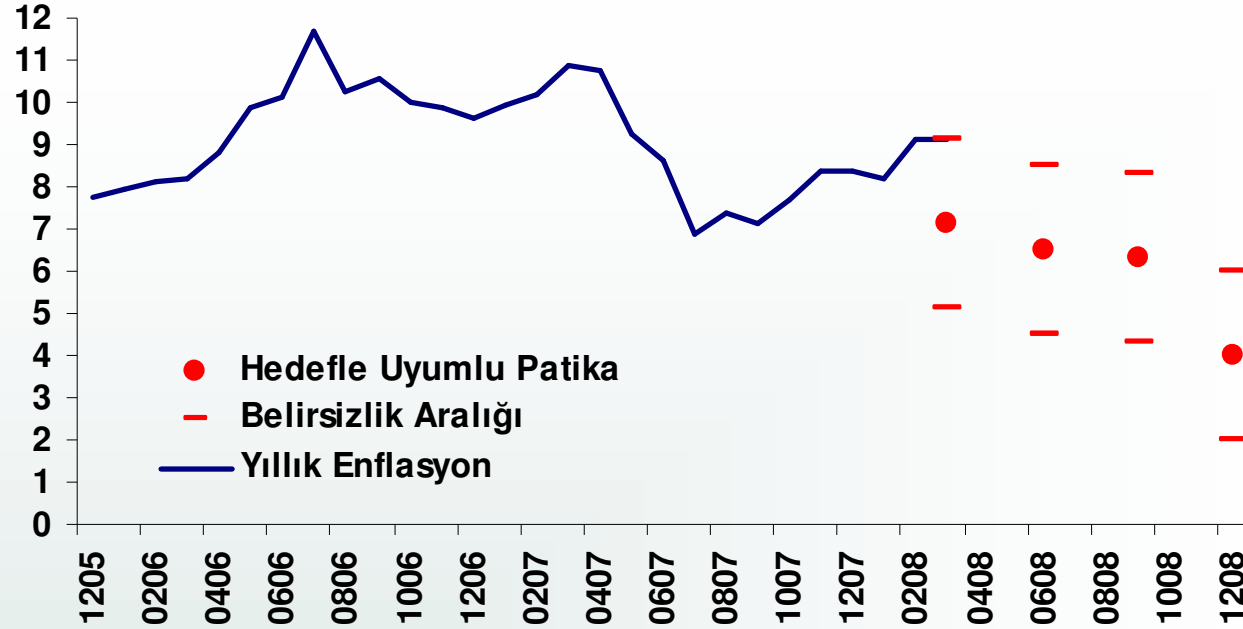
TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu
2008-II



Enflasyon Gelişmeleri-1

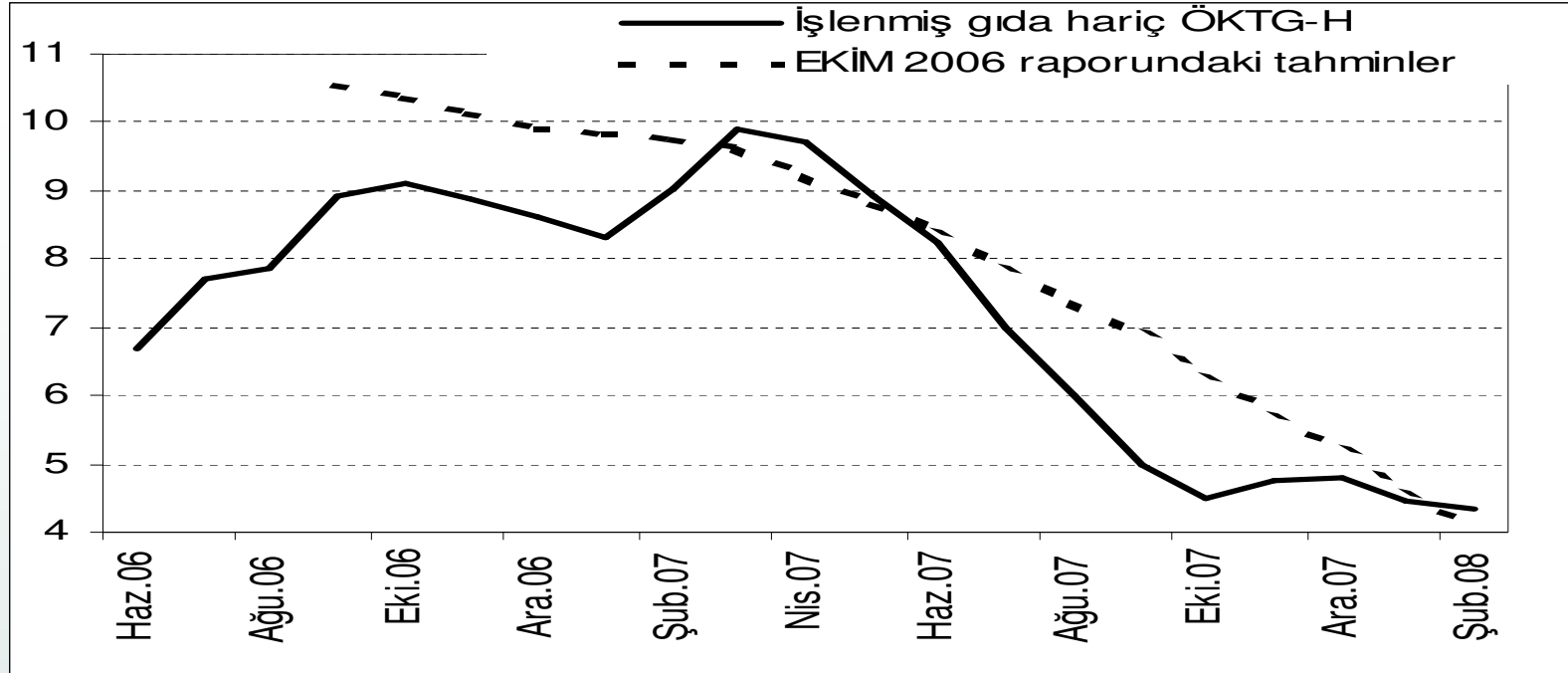
Hedefle Uyumlu Patika
ve Yıllık TÜFE Enflasyonu



- Enflasyon, 2008 yılının ilk çeyreğinin sonunda yüzde 9,15 olarak gerçekleşmiş ve belirsizlik aralığının üst sınırı olan yüzde 9,1 seviyesini aşmıştır.

Enflasyon Gelişmeleri-2

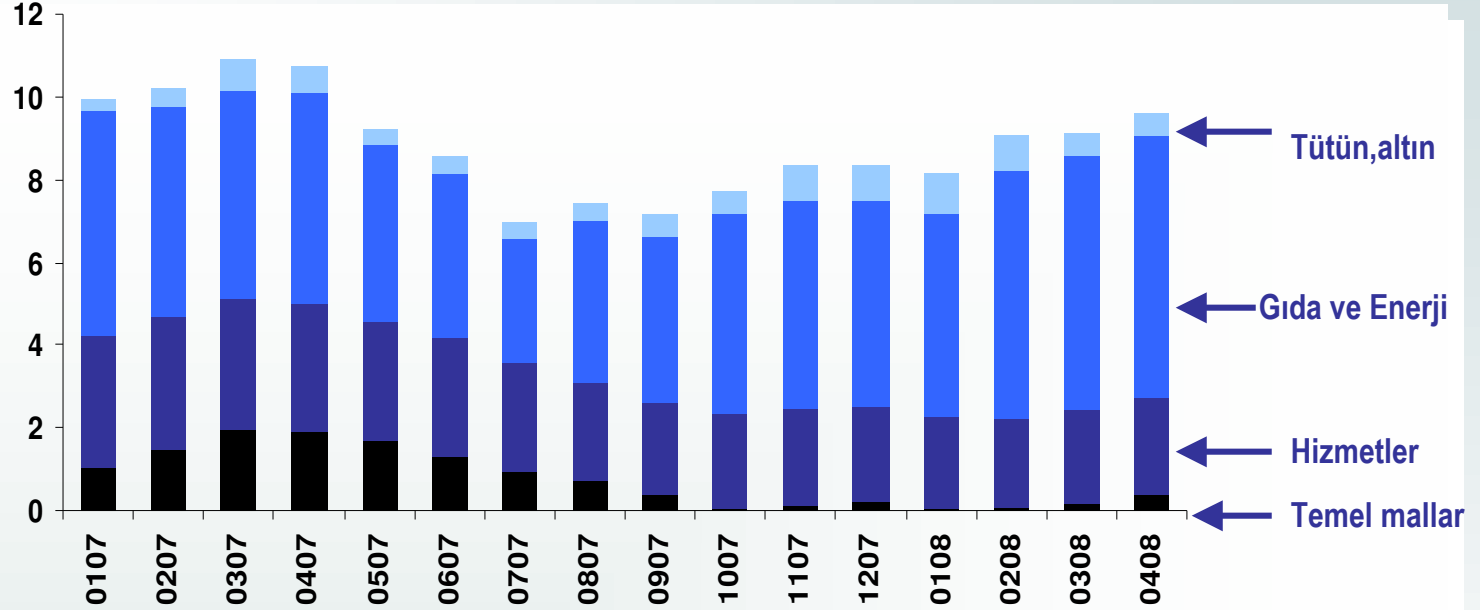
2006 Ekim Raporu Enflasyon Tahminleri ve Temel Enflasyon Gerçekleşmeleri



- Enflasyon tahminlerindeki sapma, büyük oranda para politikasının kontrolü dışındaki unsurlara ilişkin yapılan varsayımların tutmamasından kaynaklanmıştır.

Enflasyon Gelişmeleri-3

Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkı



* Gıda ve Enerji: Gıda ve alkolsüz içecekler ile enerji.

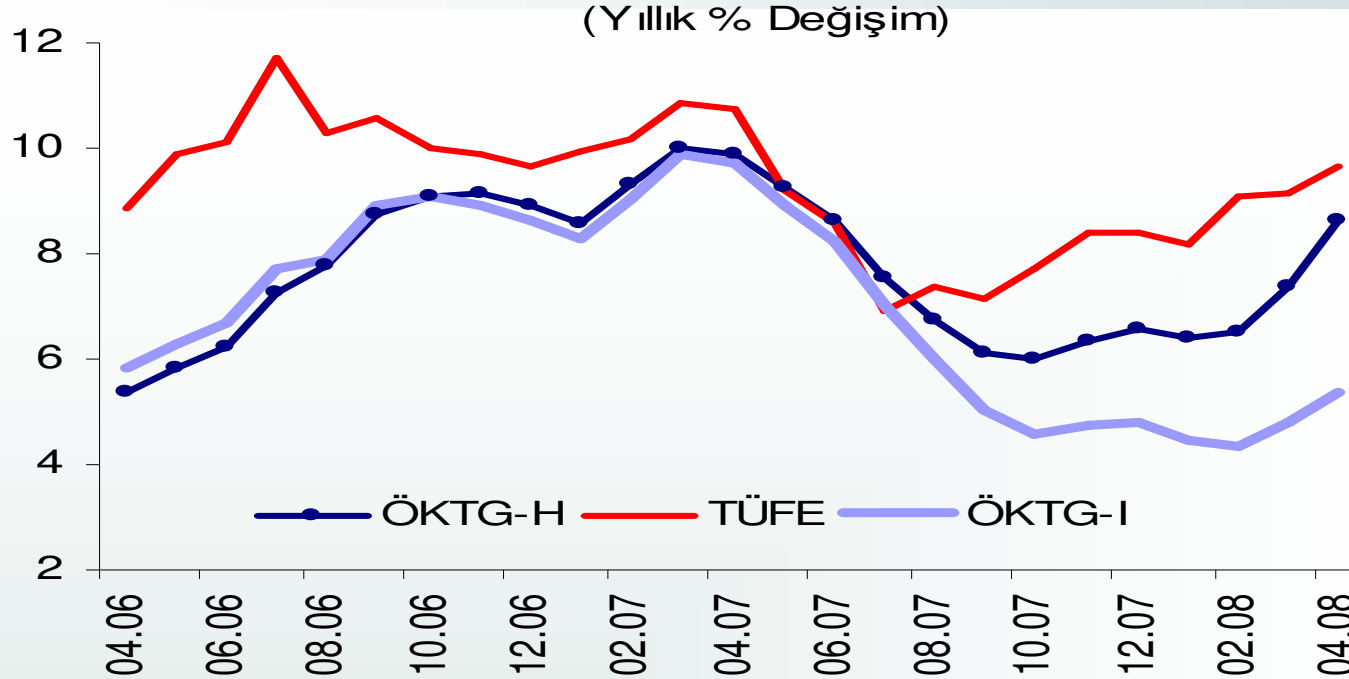
** Tütün ve Altın: Alkolsüz içecekler ve tütün ürünleri ile altın.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

2008 yılının Nisan ayı itibarıyla 9,66 olarak gerçekleşen yıllık enflasyonun 6,31 puanı enerji ve gıda kalemlerindeki fiyat artışlarından kaynaklanmıştır.

Enflasyon Gelişmeleri-4

Temel Enflasyon Göstergeleri



H: İşlenmemiş gıda, enerji, alkollü içecekler ve tütün ile altın hariç TÜFE

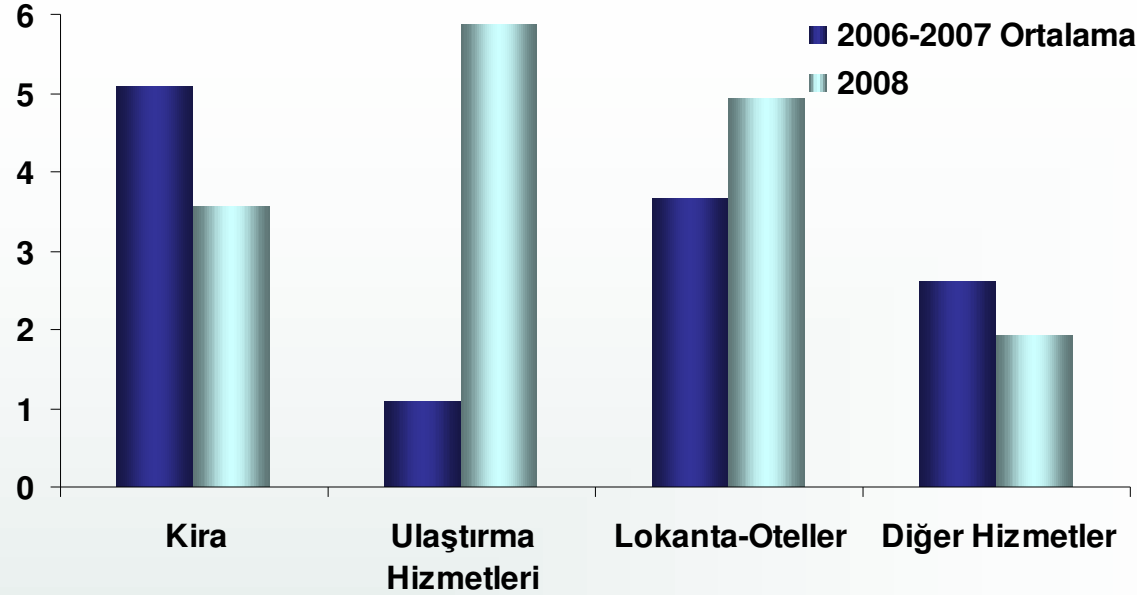
I: İşlenmiş Gıda hariç ÖKTG-H

Kaynak: TÜİK, TCMB.

● Arz şoklarının ikincil etkilerinin ortaya çıkması ve döviz kurundaki gelişmelerin doğrudan etkileriyle son dönemde temel enflasyon göstergelerinde artış gözlenmektedir.

Enflasyon Gelişmeleri-5

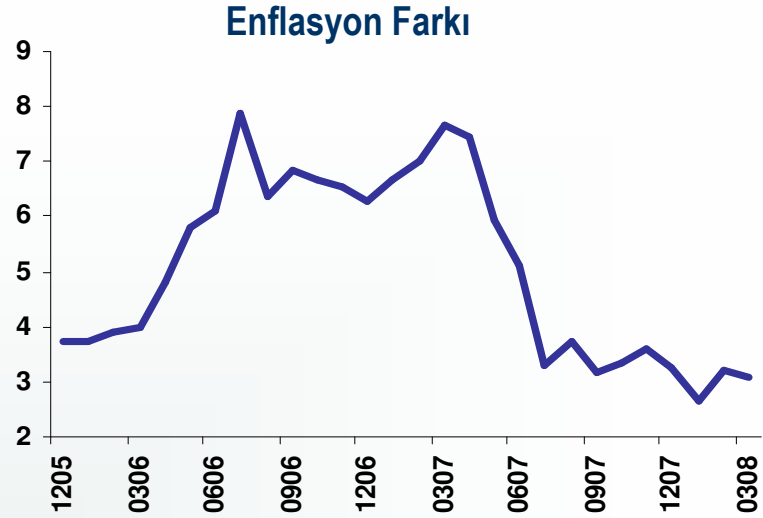
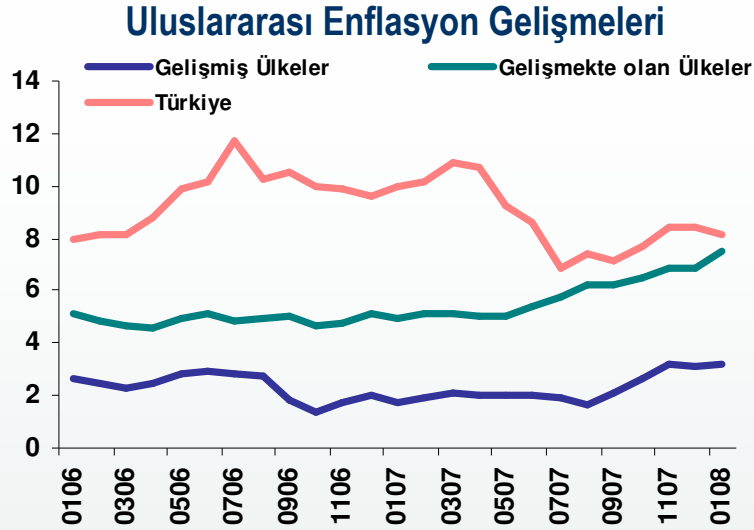
Hizmet Grubu Alt Kalemleri
(İlk Dört Aylık Yüzde Değişim)



- Gıda fiyatlarındaki artışlar lokanta hizmetlerindeki, petrol fiyatlarındaki artışlar ise ulaştırma hizmetlerindeki enflasyonu olumsuz etkilemektedir.
- Kira artış hızı yavaşlamaya devam etmektedir.

Enflasyon Gelişmeleri-6

Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Gelişmekte Olan Ülkeler ile Türkiye'nin Enflasyon Farkı



*Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler örneğinde Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Kolombiya, Filipinler, Güney Afrika, İsrail, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Şili, Slovakya ve Tayland yer almaktadır.

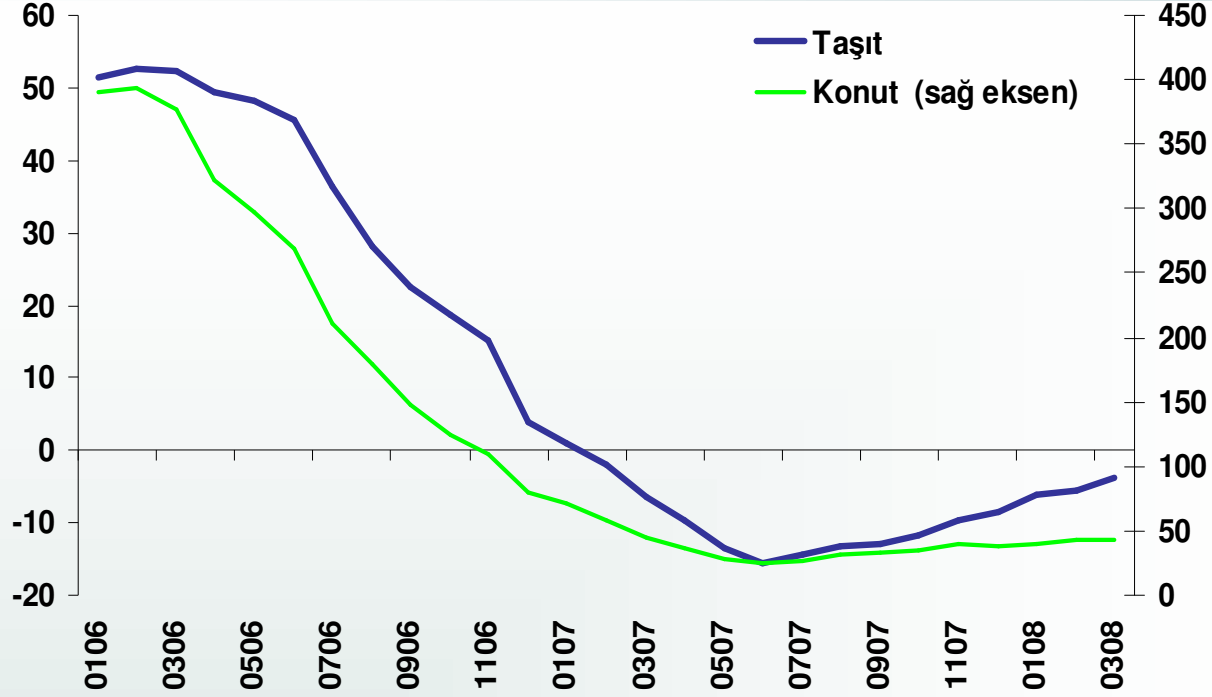
Kaynak : Merkez Bankaları, IFS, TÜİK, TCMB.

- Enflasyonun diğer ülkelerde de yükselmekte olduğu görülmektedir.
- 2006 yılı sonundan bu yana enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu yüzde 3,4'ten yüzde 6,1 seviyesine yükselmiştir.

ENFLASYONU ETKİLEYEN UNSURLAR

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-1

Tüketici Kredileri (Nominal Yıllık Yüzde Değişim)



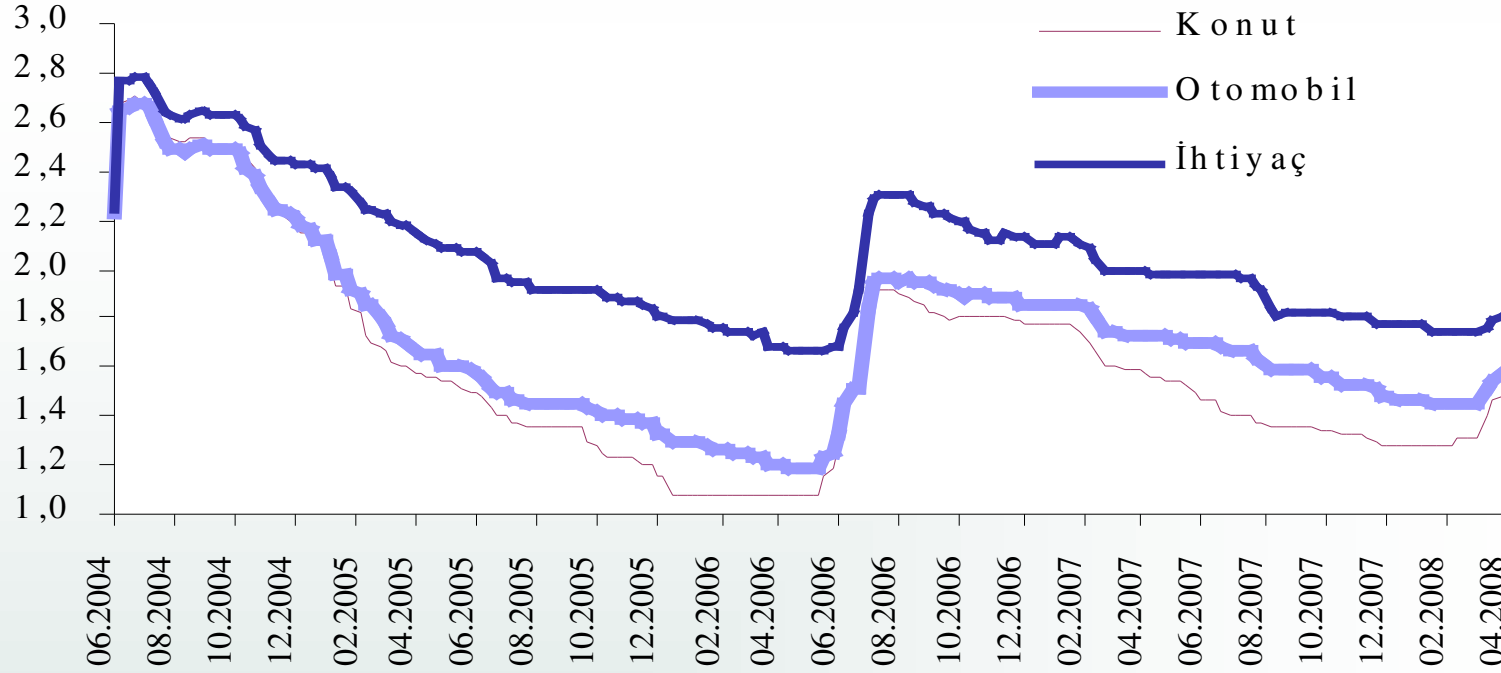
Kaynak: TCMB.



Otomobil ve konut kredilerindeki yıllık artış oranları, iç talebin canlı olduğu dönemlere kıyasla halen oldukça düşük seviyelerde seyretmektedir.

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-2

Tüketici Kredileri (Nominal Yıllık Yüzde Değişim)



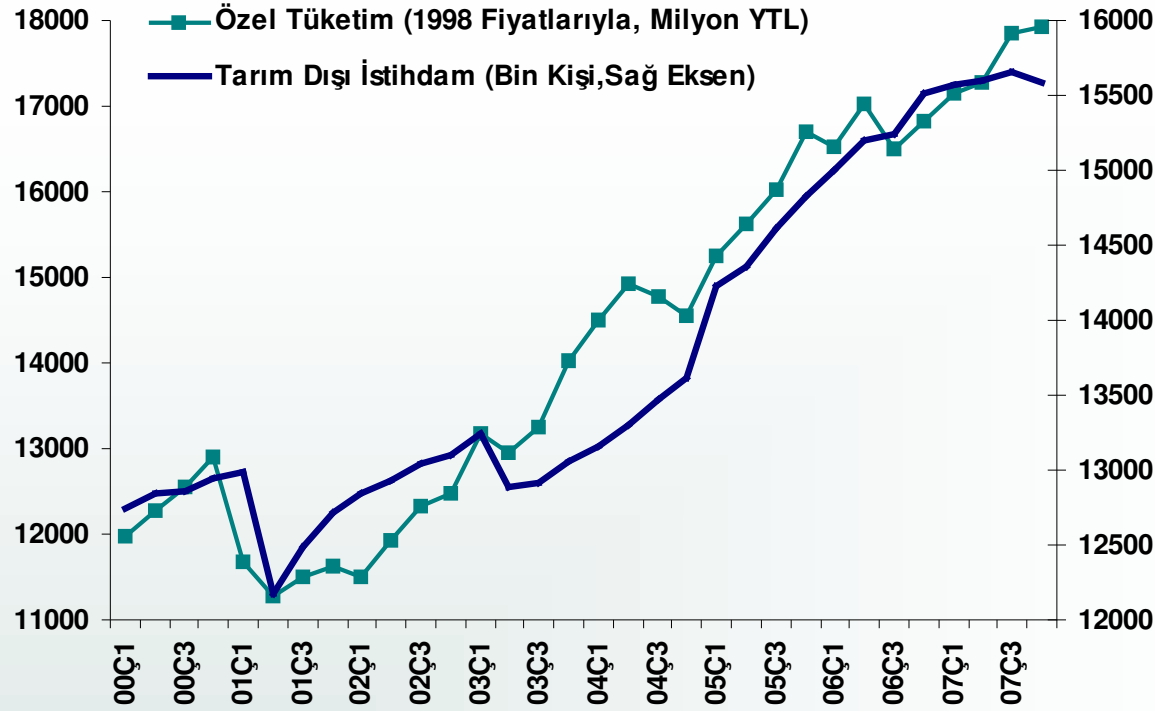
Kaynak: Seçilmiş Bankaların İnternet Sayfaları



Kredi arzındaki daralma ve risk iştahındaki bozulma tüketici kredisi faizlerine de yansımaktadır.

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-3

Özel Tüketim Harcamaları ve Tarım Dışı İstihdam*



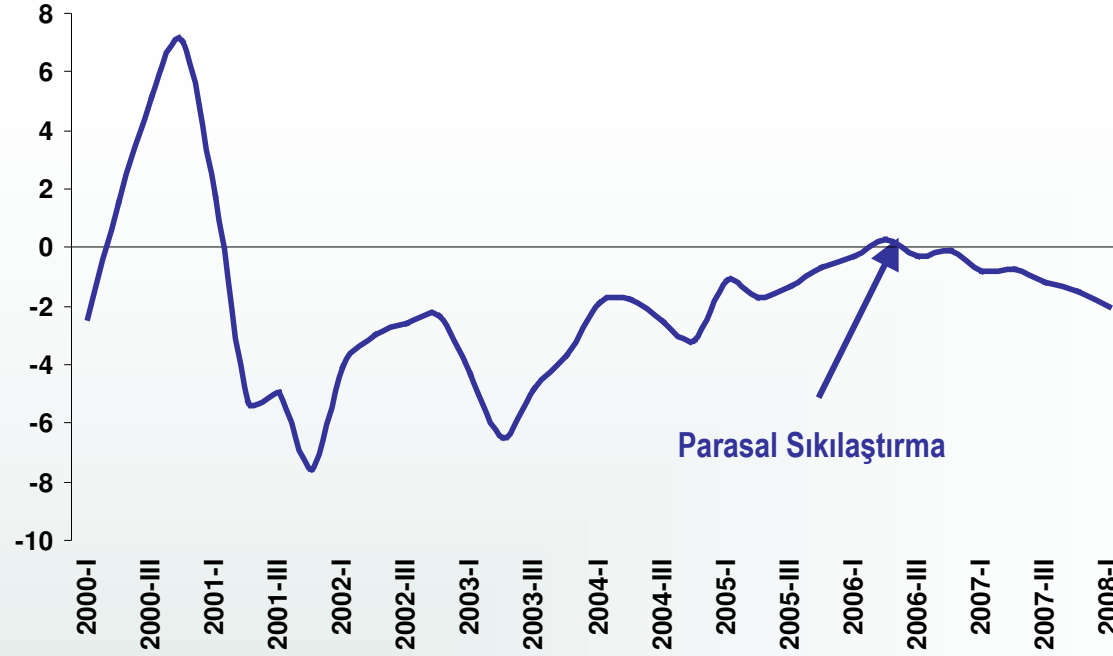
*Mevsimsellikten arındırılmış.
Kaynak: TÜİK, TCMB.



Küresel kredi piyasalarındaki sorunlara ve diğer belirsizlik algılamalarına paralel olarak zayıflayan harcama eğiliminin, iktisadi faaliyet ve istihdam artışını sınırlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-3

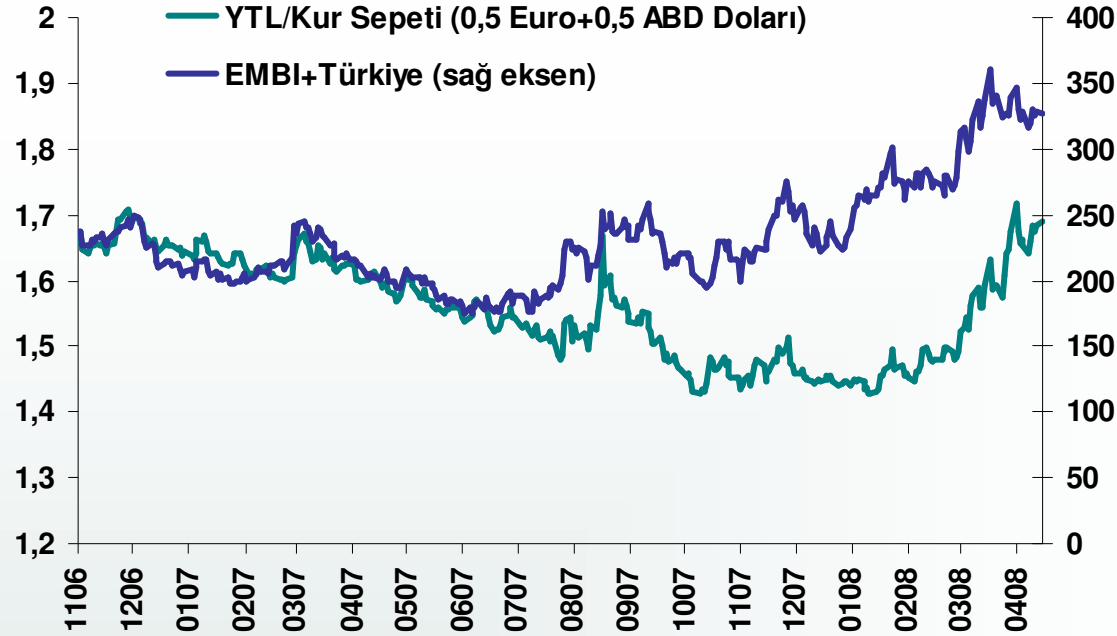
Çıktı Açığı(Yüzde)



Önümüzdeki dönemde talep ve kapasite koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine katkıda bulunmaya devam edeceği tahmin edilmektedir .

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-4

Risk Primi ve Nominal Kur Sepeti

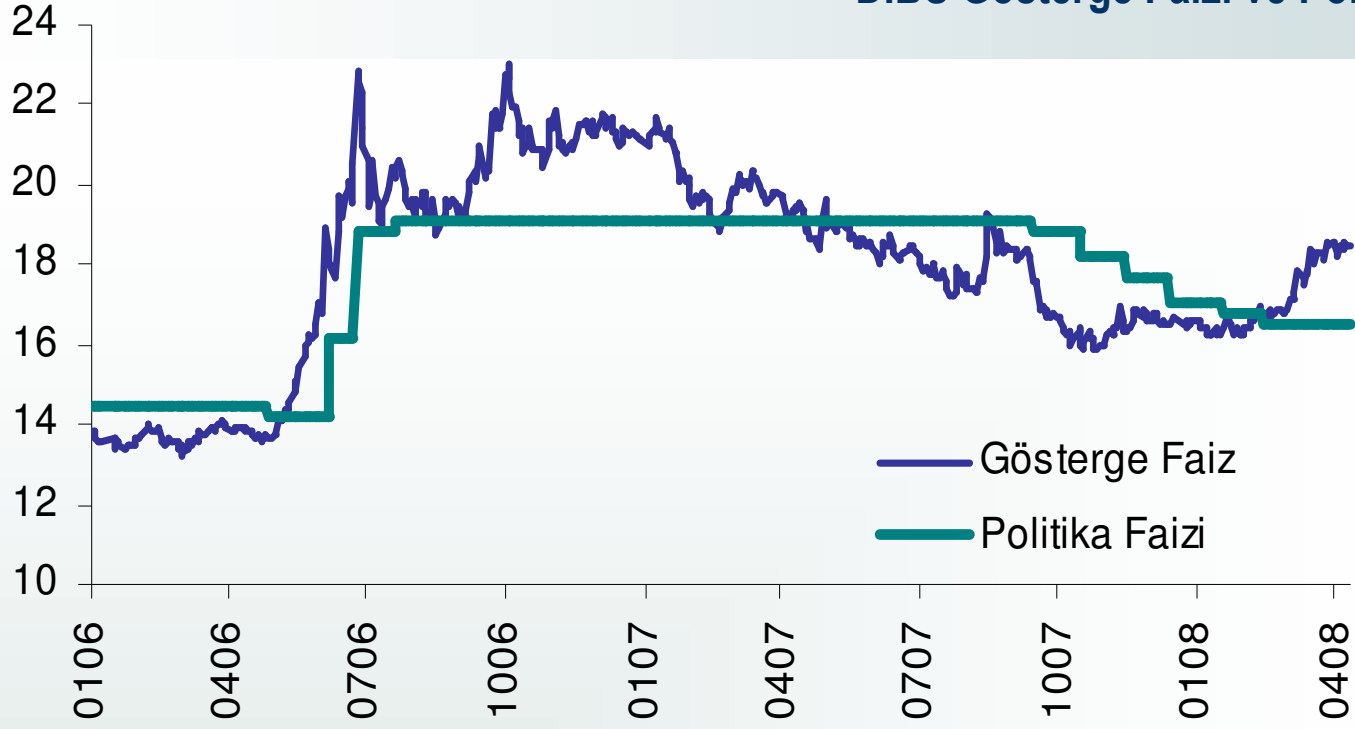


Kaynak: TCMB, Bloomberg.

- Yılın ilk dört ayındaki döviz kuru hareketlerinin kısa vadede enflasyon üzerinde yansımaları görülebilecektir.
- Döviz kuru ve risk primindeki gelişmeler enflasyon beklentilerini de olumsuz etkilemektedir.

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-6

DİBS Gösterge Faizi ve Politika Faizi

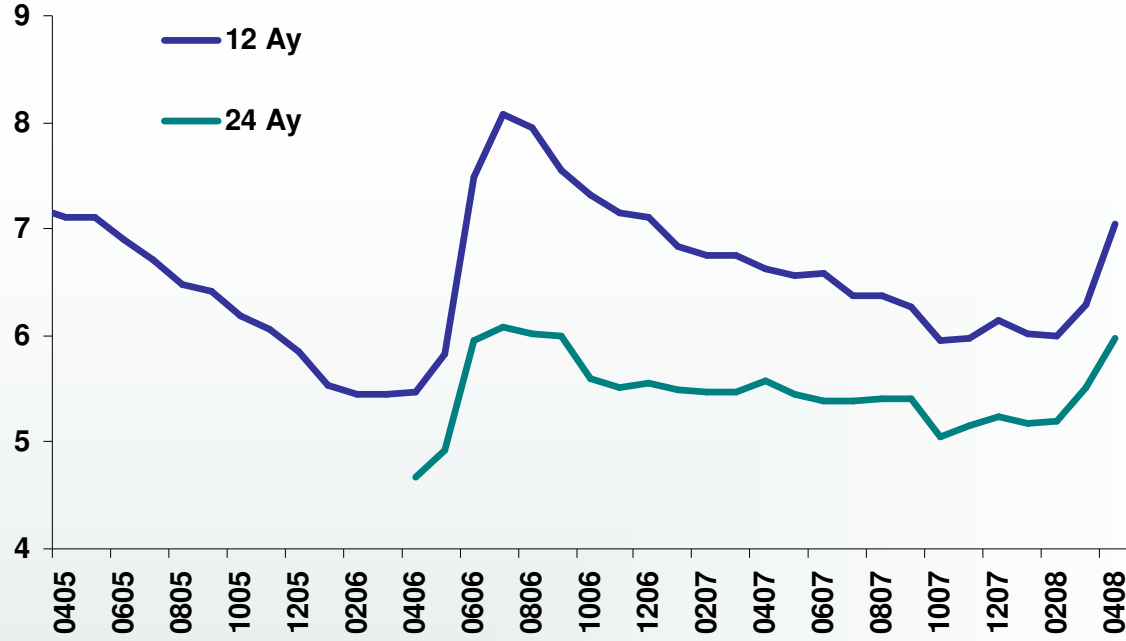


Kaynak: TCMB, İMKB.

- Son dönemde enflasyon beklentileri ve risk primindeki artışa bağlı olarak piyasa faizleri yükselmiştir.

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-7

12 ve 24 Ay Sonrasındaki
TÜFE Beklentileri



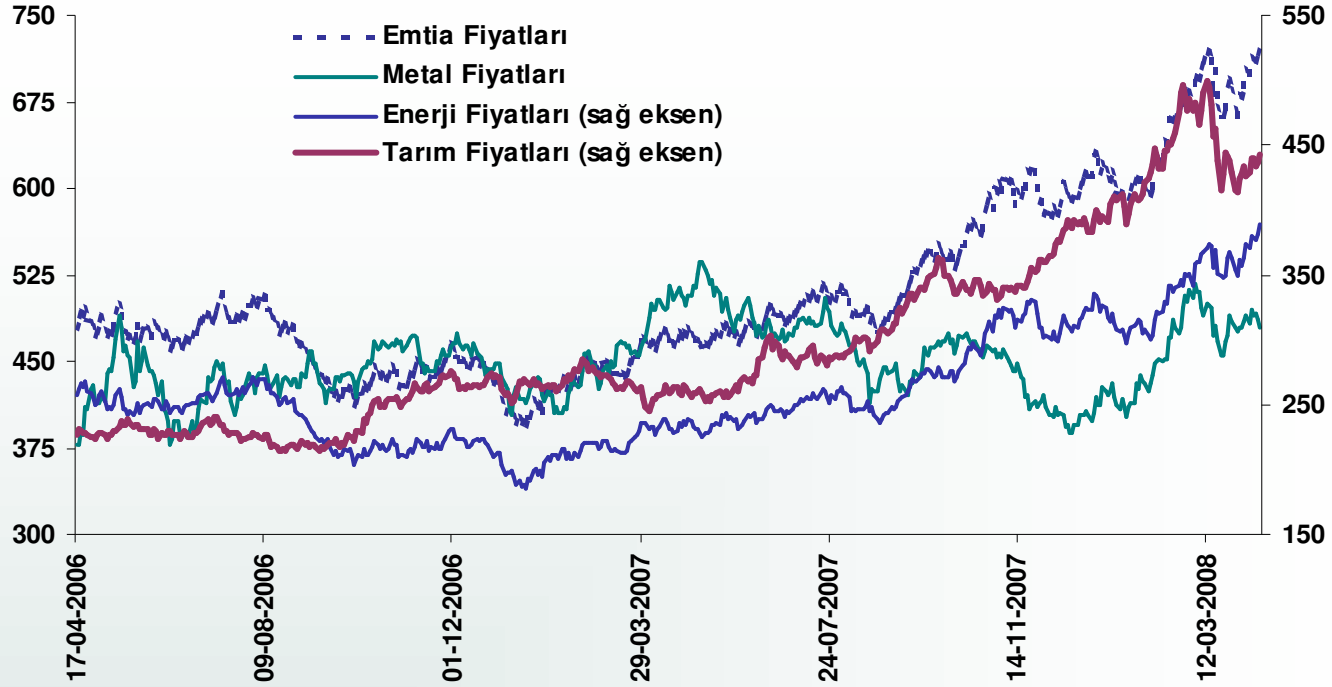
Kaynak: TCMB.



Enflasyon beklentilerinde son dönemde gözlenen bozulma eğilimi fiyatlama davranışlarına ilişkin riskleri artırmıştır.

Enflasyonu Etkileyen Unsurlar-8

Emtia Fiyatları Gelişmeleri



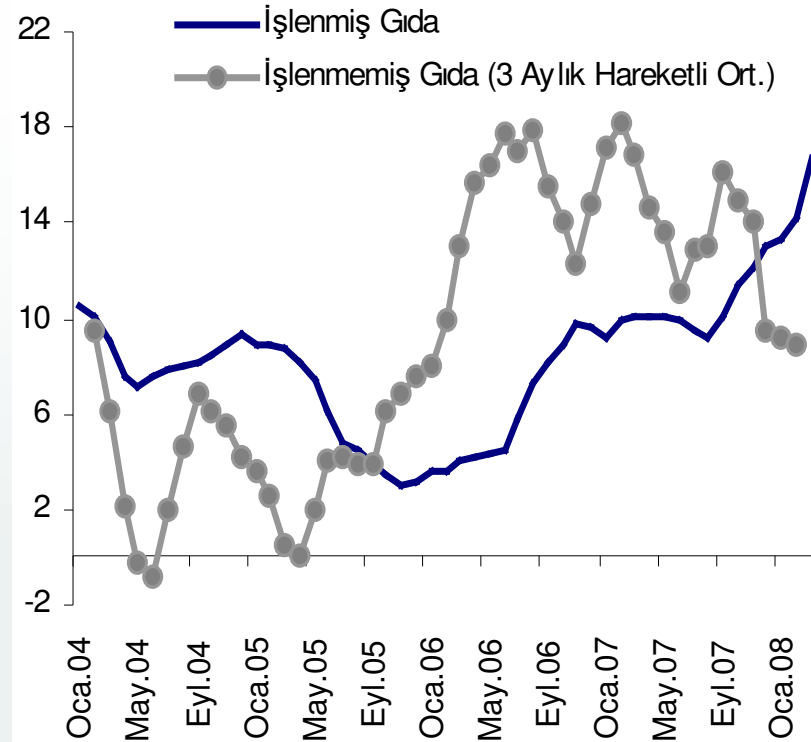
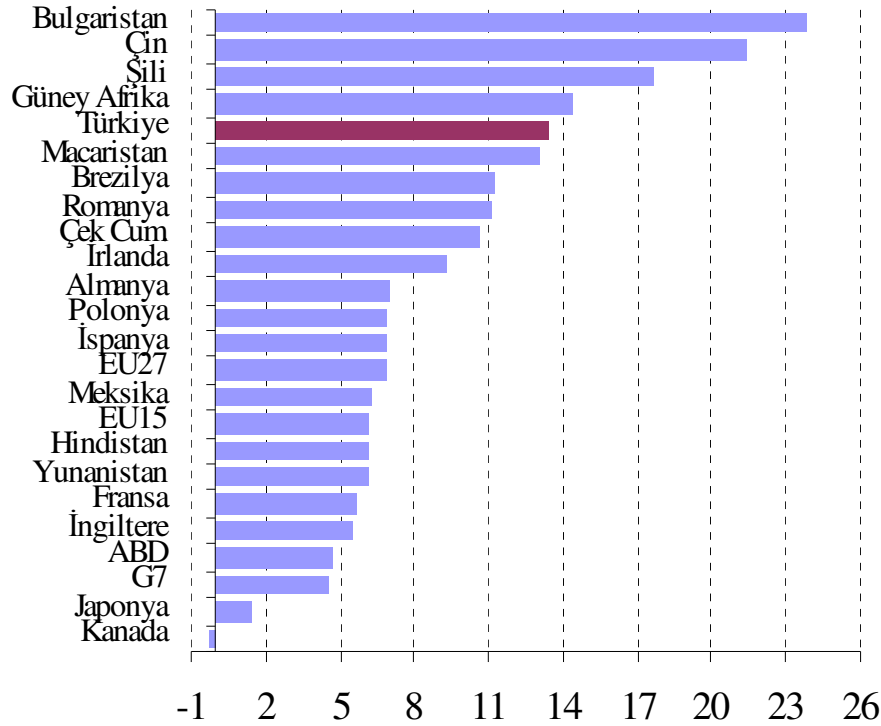
Kaynak: Goldman Sachs.

- Enerji, tarımsal ürünler ve diğer emtia fiyatlarındaki yüksek artışlar enflasyon üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Gıda Fiyatları

Türkiye'de gıda fiyatları

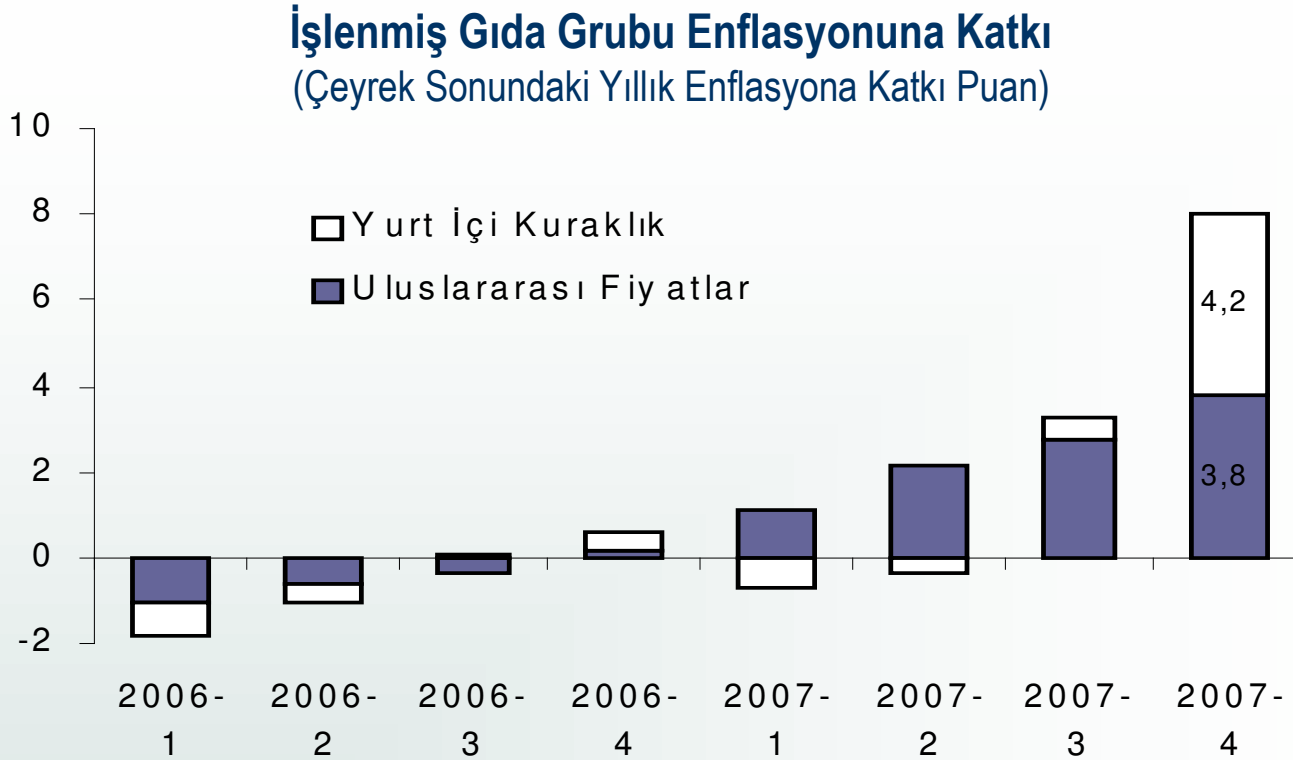
Seçilmiş Ülkeler



Kaynak: Goldman Sachs.

- Dünya genelinde gıda ürünleri fiyatlarındaki artışların orta vadede kalıcı olduğuna yönelik algılamalar güçlenmektedir
- Başta işlenmiş gıda fiyatları olmak üzere yurt içi gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü riskler devam etmektedir.

İşlenmiş Gıda Fiyat Artışlarının Kaynakları



- İşlenmiş gıda fiyatlarındaki artış büyük ölçüde uluslararası gelişmelerden kaynaklanmaktadır.
- Bu nedenle yurt içi kuraklık etkisi azalsa dahi işlenmiş gıda fiyatları yüksek seyrini koruyabilecektir.

ENFLASYON GÖRÜNÜMÜ

Temel Varsayımlar

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	105 \$	105 \$	105 \$
Gıda Fiyat Enflasyonu	13%	8%	7%

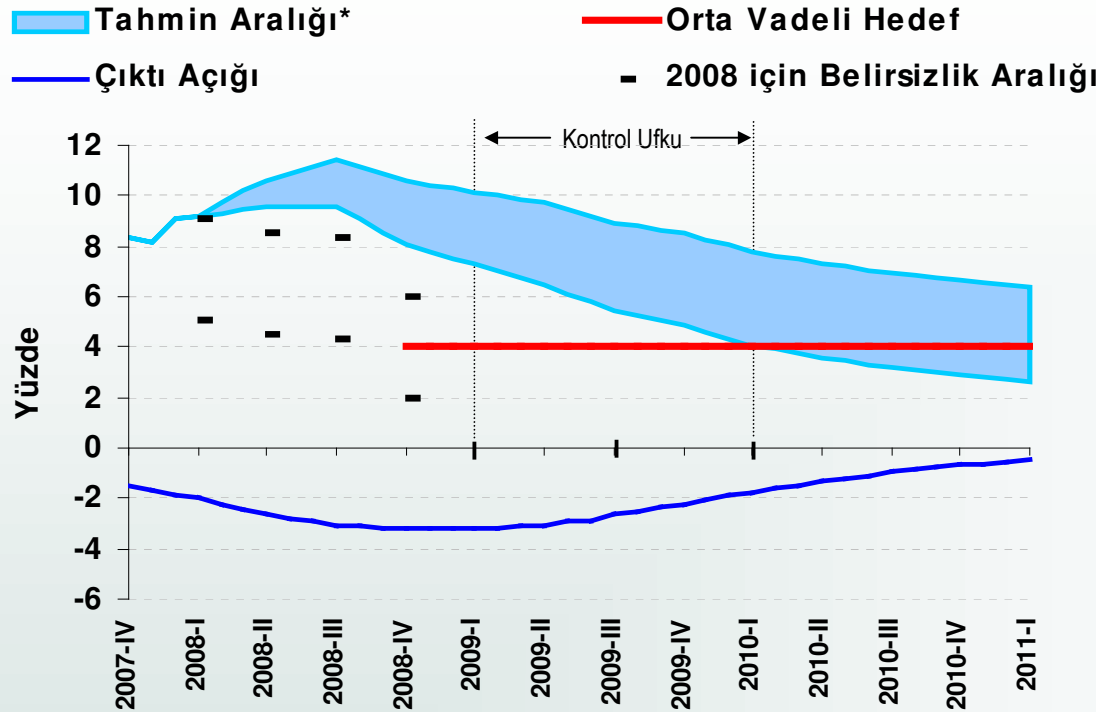
- Tahminler üretilirken, özellikle gıda ve petrol fiyatlarına ilişkin olarak önceki dönemlere kıyasla çok daha temkinli varsayımlar yapılmıştır

Tahminlerdeki değişikliğin kaynakları

	2008	2009
Gıda Fiyatları	1,2	1,1
Petrol Fiyatları	0,9	0,4
Döviz kuru	1,5-2	1
Diğer	0	0,5
Toplam	3,8	3

Enflasyon Görünümü

Baz Senaryo - Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri

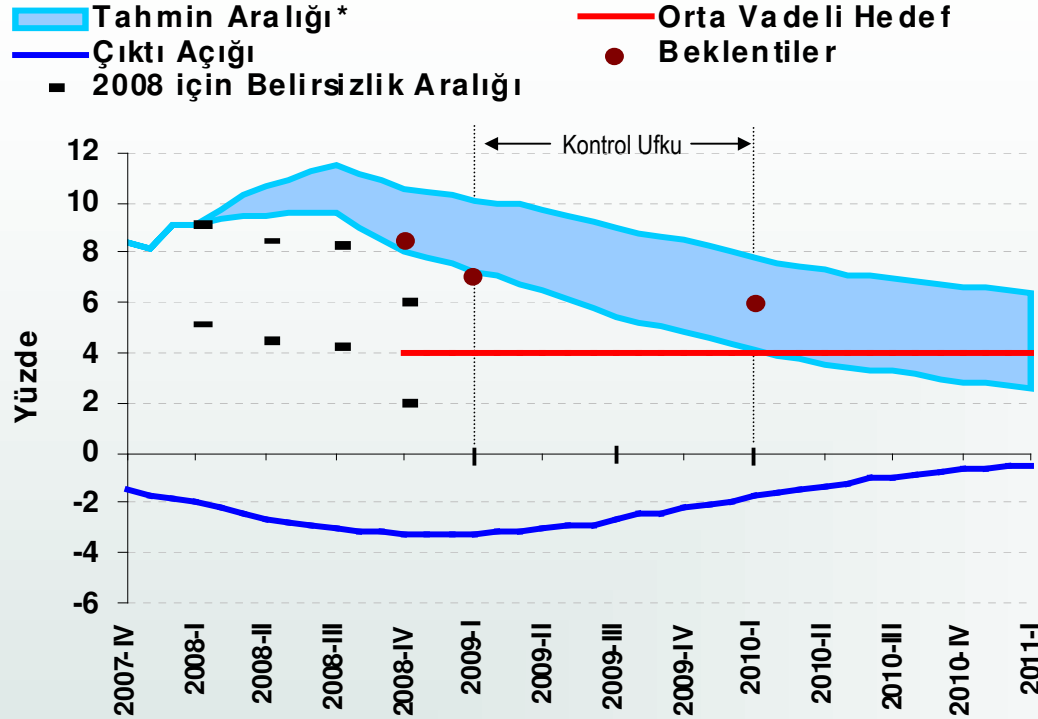


*Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

- 2008 yıl sonu enflasyon tahmini: yüzde 9,3
- Politika faizlerinin 2008 yılının ortalarına kadar kademeli ve ölçülü bir şekilde artırıldığı ve sonrasında yılın kalan dönemi boyunca sabit tutulduğu varsayımı altında, enflasyon tahmini:
 - 2009 yılı sonu için yüzde 70 olasılıkla, yüzde 4,9 - 8,5 aralığında, (orta nokta yüzde 6,7)
 - 2010 yılı sonu için yüzde 4,9
 - 2011 yılı ortalarında yüzde 4

Enflasyon Görünümü

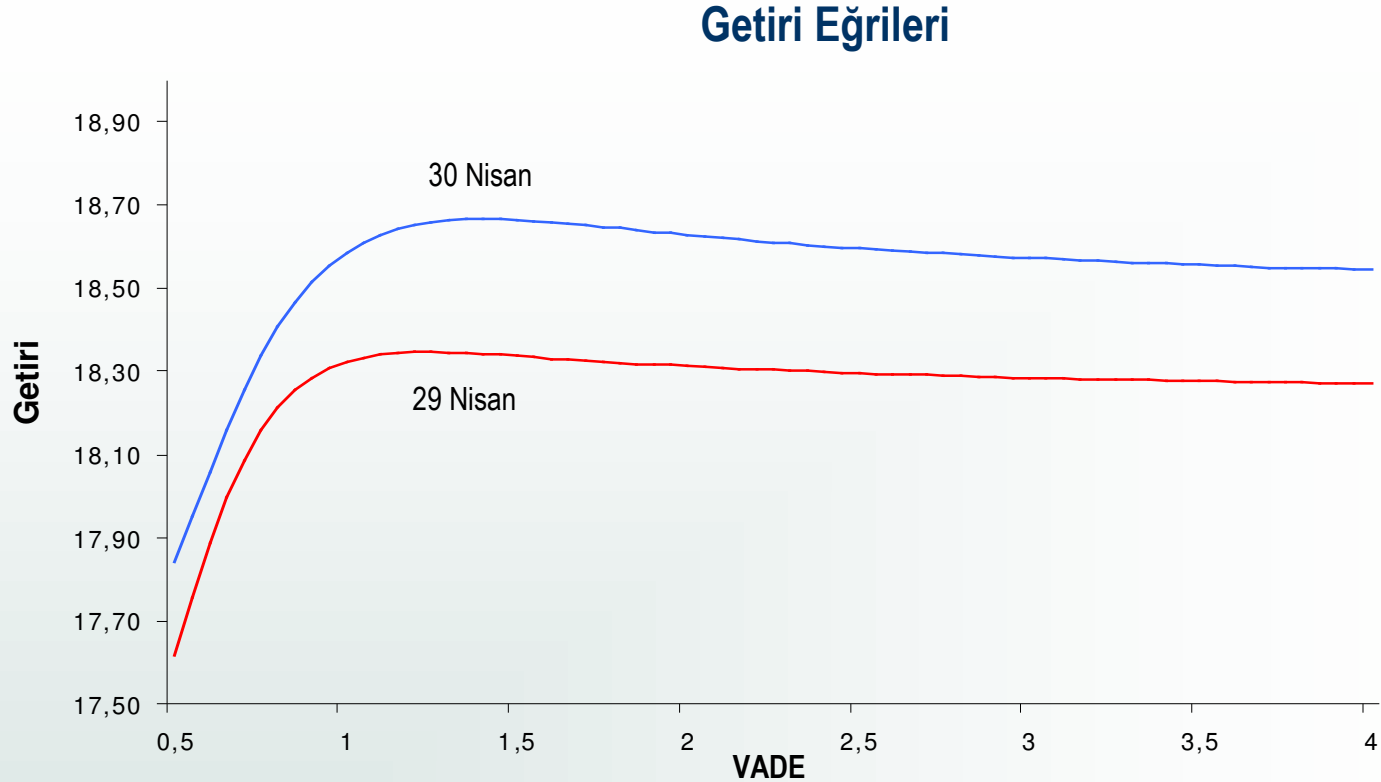
Baz Senaryo - Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri



*Enflasyonun tahmin aralığı içinde kalma olasılığı yüzde 70'tir.

- 2008 yıl sonu enflasyon tahmini: yüzde 9,3
- Politika faizlerinin 2008 yılının ortalarına kadar kademeli ve ölçülü bir şekilde artırıldığı ve sonrasında yılın kalan dönemi boyunca sabit tutulduğu varsayımı altında, enflasyon tahmini:
 - 2009 yılı sonu için yüzde 70 olasılıkla, yüzde 4,9 - 8,5 aralığında, (orta nokta yüzde 6,7)
 - 2010 yılı sonu için yüzde 4,9
 - 2011 yılı ortalarında yüzde 4

Enflasyon Tahminlerindeki Güncellemenin Getiri Eğrileri Üzerindeki Etkisi



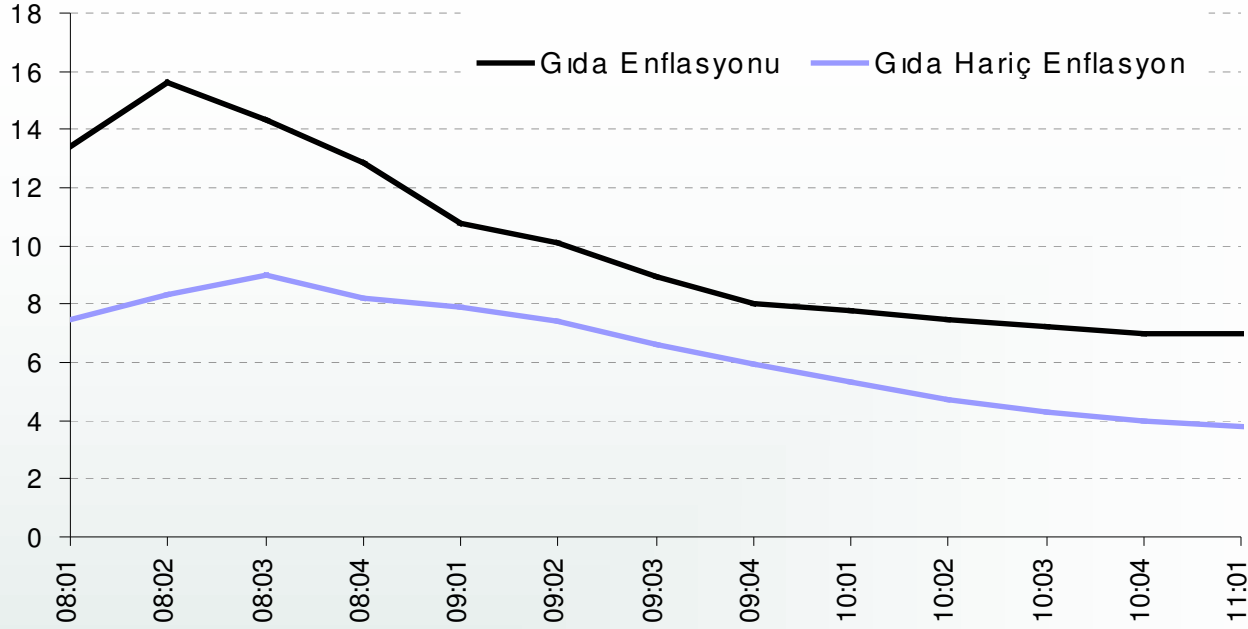
- Merkez Bankası'nın tahminlerinde ve para politikası duruşunda yaptığı güncelleme getiri eğrilerine yansımıştır.

2009 yıl sonu için tahminler neden yüzde 4'ün üzerinde?

Bazı alt kalemlerin 2009 yılı enflasyonuna tahmini katkıları (% puan)	
Gıda	2,2
Enerji	0,5
Hizmet	2

- 2009 yılında enflasyonun yüzde 4 düzeyine düşebilmesi için gıda, enerji ve tütün dışındaki mallarda yüzde 3 civarında fiyat düşüşü kaydedilmesi gerekmektedir.
- Bu da sadece ikincil etkilere değil doğrudan etkilere tepki verilmesini gerektirmektedir.

Gıda ve Gıda Dışı Enflasyon Görünümü



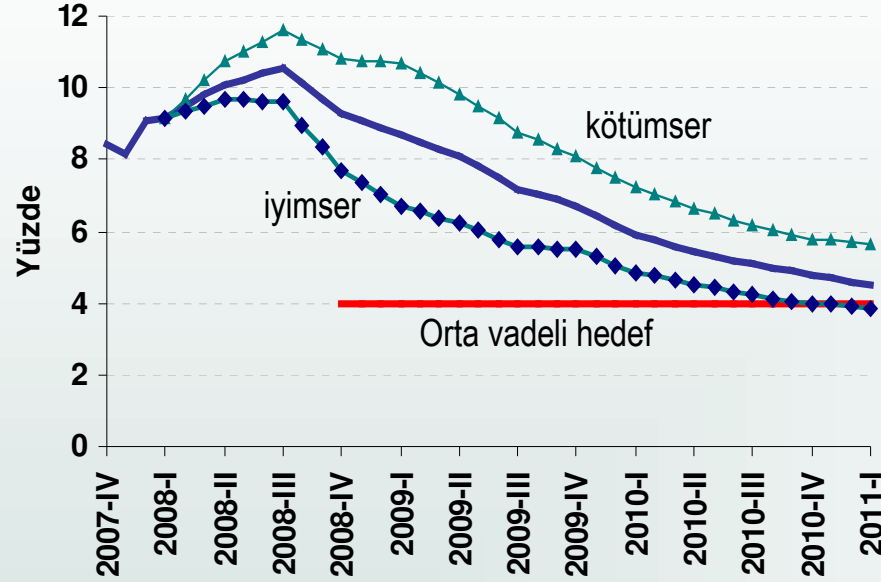
Kaynak: TCMB.



Gıda dışı enflasyonun, genel enflasyonun altında kalacağı ve 2010 yılının ortalarında yüzde 4 düzeyine ulaşacağı öngörülmektedir.

RISK ANALIZI

Alternatif Senaryolar: Enflasyon Projeksiyonları



Kötümser senaryo varsayımları:

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	125 \$	150 \$	150 \$
Gıda Fiyat Enflasyonu	17%	11%	10%

+ politika faizlerinin 2008 yılının sonuna kadar kademeli olarak artırılması

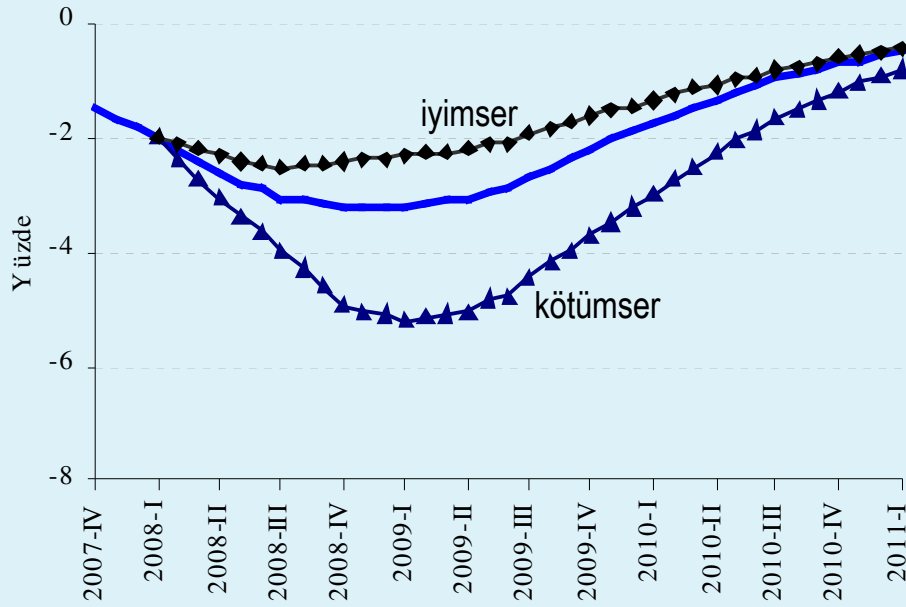
İyimser senaryo varsayımları:

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	95	85	85
Gıda Fiyat Enflasyonu	9%	5%	4%

+ politika faizlerinin önümüzdeki aylarda sınırlı bir miktar artırılması ve sonrasında sabit tutularak son çeyrekte itibaren kademeli olarak indirilmesi

Alternatif Senaryolar: Çıktı Açığı Projeksiyonları

Çıktı Açığı Projeksiyonları



Kötümser senaryo varsayımları:

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	125 \$	150 \$	150 \$
Gıda Fiyat Enflasyonu	17%	11%	10%

- + politika faizlerinin 2008 yılının sonuna kadar kademeli olarak artırılması

iyimser senaryo varsayımları:

	2008	2009	2010
Petrol Fiyatları	95	85	85
Gıda Fiyat Enflasyonu	9%	5%	4%

- + politika faizlerinin önümüzdeki aylarda sınırlı bir miktar artırılması ve sonrasında sabit tutularak son çeyrekte itibaren kademeli olarak indirilmesi

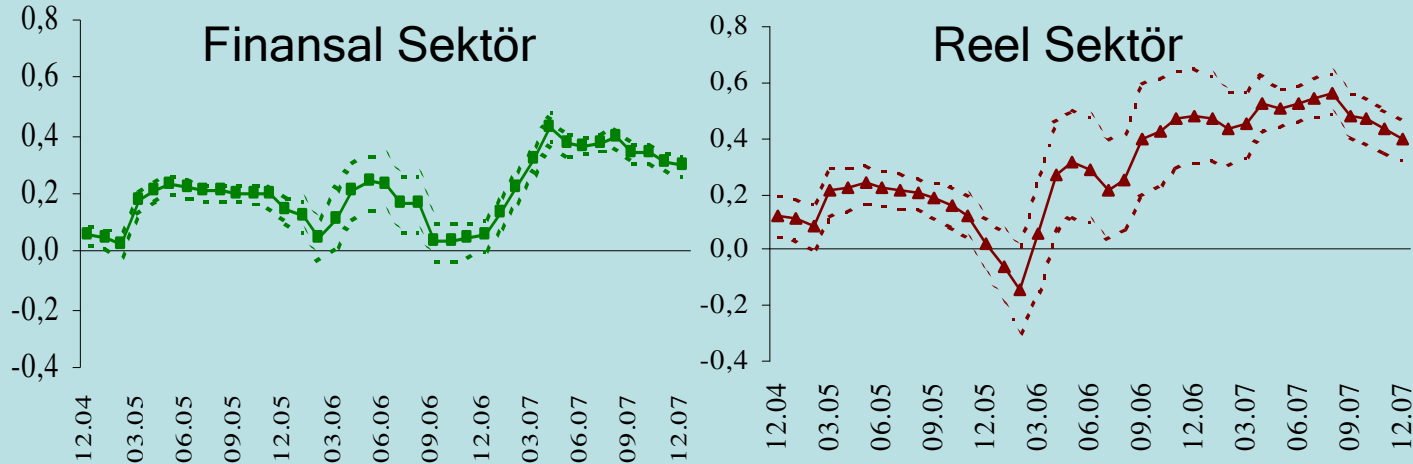
Riskler ve Politika Tepkisi-1

- Gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin riskler her iki yönlüdür:
 - Beklenenden daha olumsuz gerçekleşmesi durumunda para politikası duruşunun daha da sıkılaştırılması,
 - Beklenenden daha olumlu gelişmesi halinde ise enflasyonun yüzde 4 düzeyine daha çabuk ulaşması, öngörülmektedir.

Riskler ve Politika Tepkisi-2

● Beklenti oluşumunda ve fiyatlama davranışlarında bozulma

Enflasyon Beklentilerinde Geçmiř Enflasyonun Ağırlığı



● Enflasyonun beklenenden daha fazla katılık göstermesi durumunda para politikasının baz senaryoya kıyasla daha uzun bir müddet sıkı tutulması gerekebilecektir.

Riskler ve Politika Tepkisi-3

- Belirsizlik algılamalarının sürmesi ve finansal piyasalarda gözlenebilecek dalgalanmalar.
- Merkez Bankası, enflasyondaki orta vadeli enflasyon görünümünü bozmadığı sürece, piyasalardaki geçici dalgalanmalara politika faizleri aracılığıyla tepki vermeyecek, ancak genel fiyatlama davranışlarında bozulma riski belirginleştiği takdirde gerekli parasal sıkılaştırmayı yapmakta tereddüt etmeyecektir.

Sonuç-1

- Ocak Enflasyon Raporu: “Tahminlerin ana mesajı, 2007 Eylül ayında başlatılan ölçülü indirim sürecinin devamının olumlu veri ve gelişmelere bağlı olacaktır.”
- Şubat PPK duyurusu: “Küresel ekonomide süregelen belirsizlikler ve fiyatlama davranışlarına ilişkin riskler para politikasında temkinli olma gereğini artırmıştır.”
- Mart PPK duyurusu: “Kurul, artan gıda ve enerji fiyatları ile küresel belirsizliklerin enflasyon hedefine ulaşılmasını geciktirebileceği değerlendirmesinde bulunmuştur.”
- Nisan Enflasyon Raporu: “Arz şoklarının beklenenden daha uzun sürmesi ve ikincil etkilerin görülmeye başlanması, tahminlerimizin belirgin olarak yukarı yönlü güncellenmesine neden olmuştur. Bu doğrultuda, para politikası daha temkinli bir duruş almıştır.”

Sonuç-2

- Arz yönlü şokların beklediğimizden çok daha uzun sürmesi para politikasında strateji değişikliğini gerekli kılmıştır.
- Bu doğrultuda yüzde 4 hedefine ulaşma süresinin yaklaşık üç yılı bulacağı bir çerçeve tasarlanmıştır.
- Tahminlerimiz yüzde 4'e giderken izlenmesi uygun görülen patikayı yansıtmaktadır.

Sonuç-2

- Mevcut strateji şeffaf ve öngörülebilir bir şekilde tasarlanmıştır.
 - Alternatif senaryolar altında para politikasının izleyebileceği seyre ilişkin bilgi verilmektedir.
- Ancak, para politikası duruşuna ilişkin verilen bilgiler bir taahhüt olarak algılanmamalıdır.

HEDEF REVİZYONU VE PARA POLİTİKASI

Küresel Şoklar

- ✓ Uluslararası piyasalarda son iki yıldır süregelen enerji ve gıda fiyatlardaki hızlı artış eğiliminin kalıcı olabileceğine dair analiz ve görüşler son dönemde ağırlık kazanmaya başlamıştır.
- ✓ Dünyada gıda ve enerji kaynaklı enflasyonun bir süre daha devam etmesi halinde yüzde 4 düzeyindeki hedefe kısa vadede ulaşılması mümkün görülmemektedir.

Hedef Revizyonu

- ✓ Son Kurul toplantısında hedef revizyonu konusu değerlendirilmiştir (Kurul Toplantı Özetleri, paragraf 22).
- ✓ 2008 yılının ikinci yarısına kadar karşılaşacağımız arz ve maliyet şoklarında önemli bir iyileşme olmadığı taktirde enflasyon hedeflerini gözden geçirmeyi bütçe çalışmalarında Hükümete önermeyi planlıyoruz.

Yeni Hedefler

- ✓ Hesap verme ilkesi açısından 2008 hedefinin değiştirilmesi uygun görülmemektedir.
- ✓ Orta vade için ise yine %4 hedefinin korunması isabetli olacaktır. Buradaki temel varsayım dünyadaki enflasyonun orta vadede kontrol altına alınacağıdır.
- ✓ %4 hedefine giderken 2009 yılı ve sonrası için referans alınacak ara enflasyon hedefleri önümüzdeki aylarda gözlenecek gelişmelere göre yeniden belirlenecektir.
- ✓ Yeni hedefler oluşturulana kadar 30 Nisanda verdiğimiz tahminlerin referans alınması önerilmektedir.
- ✓ Enflasyona gelen dışsal arz şoklarının birincil ve ikincil etkilerinin ayrımını netleştirmek açısından da Nisan 2008 Enflasyon Raporundaki tahminlerin ayrı bir önemi vardır.

Faiz Artışları

- ✓ Faiz artışları gerektiğinde, ölçülü, kademeli ve mümkün olduğu kadar öngörülebilir olacaktır.
- ✓ Nisan Enflasyon Raporunda sunulan her üç senaryo altında da ölçülü faiz artışına yer verilmiştir.
- ✓ Ancak yine de Kurul toplantısına kadar geçecek süre zarfındaki gelişmeleri ve Kurul'un bunlar hakkında yapacağı değerlendirmeleri izlemeliyiz.

Haziran 2006 Dönemiyle Kıyaslama

- ✓ Talep koşulları ve enflasyon baskılarının kaynağı açısından 2006 Haziran'ından çok farklı bir durumdayız.
- ✓ Para politikası stratejisi de bu durumu dikkate alarak farklı şekilde tasarlanmıştır.

Para Politikasının Öngörülebilirliđi

- ✓ İçinde bulunduğumuz dönemde dünya ekonomisinde olağanüstü bir belirsizlik yaşanmaktadır.
- ✓ TCMB böylesi bir ortamda enflasyonu, nispeten öngörülebilir ama aynı zamanda şoklara karşı yeterince esnek bir para politikası ile kontrol etmek için elinden gelen tüm çabayı gösterecektir.

LİKİDİTE YÖNETİMİ

2007 yılı sonunda, likidite yönetiminin genel çerçevesine ilişkin yaptığımız duyuruda;

- Hazine'nin 2008 yılı finansman programı ve Merkez Bankası'nın 2008 yılı döviz alım ihale programı temel alındığında, piyasadaki likidite fazlasının 2008 yılında genellikle makul düzeylerde devam edeceğinin öngörüldüğü,
- Piyasadaki fazla likidite makul düzeylerde kaldığı sürece likiditenin asıl olarak TCMB bünyesinde faaliyet gösteren BPP'de depo ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekilmeye devam edileceği; dolayısıyla TCMB gecelik borçlanma faizinin para politikası açısından referans faiz oranı olma niteliğini sürdüreceği,
- Geçici ya da kalıcı likidite sıkışıklığının ortaya çıkması halinde ise likidite yönetiminin asıl olarak 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile gerçekleştirileceği,
- Likiditenin sıkışmasının öngörüldüğü dönemlerde piyasalarda olağanüstü dalgalanmalar olmadığı sürece, TCMB'nin ihale miktarlarını belirlerken, ortalama ihale faizlerinin mümkün olduğunca gün içi işlemler için ilan edilen TCMB borçlanma faizinin en fazla 1 puan üzerinde oluşmasını sağlamaya çalışacağı açıklanmıştı.

Önümüzdeki dönemde likidite yönetimi

- Son dönemde döviz alım ihale miktarının düşürülmesi, Hazine'nin YTL borçlanarak döviz cinsi borçlanma oranını düşürmesi ve para talebinde gözlenen artış gibi gelişmelerle gecelik piyasada çekilen fazla likidite azalış göstermiştir.
- Mevcut varsayımlar altında bu eğilimin önümüzdeki dönemde de devam etmesi ve parasal koşullarda görece olarak sıkılaşma gözlenmesi öngörülmektedir.
- Likidite sıkışıklığı oluşacağı öngörülen dönemlerde 1 hafta vadeli repo ihaleleri ile likidite verilecektir.
- Normal piyasa koşulları altında, ortalama ihale faizlerinin mümkün olduğunca TCMB borçlanma faizinin en fazla 1 puan üzerinde oluşmasını sağlayacak şekilde ihale miktarları belirlenecektir.
- Büyük tutarlı seyrek ihaleler yerine, daha küçük tutarlı zamana yayılmış ihaleler ile likidite koşullarındaki değişimin yumuşak olması sağlanmaya çalışılacaktır.

**TÜRKİYE
CUMHURİYET MERKEZ
BANKASI**

BANKALAR BİRLİĞİ SUNUMU

Mayıs 2008