



**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI**

# **PARA POLİTİKASI RAPORU**

2004-II

## İÇİNDEKİLER

<b>I</b>	<b>GİRİŞ</b>	1
	I.1. Genel Değerlendirme	1
	I.2. Son Dönemdeki Ekonomik Gelişmeler	2
<b>II.</b>	<b>ENFLASYON GELİŞMELERİ</b>	5
<b>III.</b>	<b>ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ</b>	13
	III.1. İç Talep	13
	III.2. Dış Talep	17
	III.3. Arz Gelişmeleri	18
	III.4. Maliyet Baskısı	20
<b>IV.</b>	<b>MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER</b>	25
	IV.1. TCMB Para ve Kur Politikası Gelişmeleri	25
	IV.2. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri	31
<b>V.</b>	<b>KAMU MALİYESİ</b>	37
	V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler	38
<b>VI.</b>	<b>GÖRÜNÜM</b>	43
	VI.1. Talep ve Arz Unsurları	43
	VI.2. Maliyet Unsurları	45
	VI.3. Parasal ve Mali Disiplin	46
	VI.4. Enflasyon Bekleyişleri ve Diğer Riskler	47

(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

## I. Giriş\*

### I.1. Genel Değerlendirme

Uygulanmakta olan program çerçevesinde 2004 yılı ilk yarısındaki büyüme, üretim ve enflasyon verileri, son iki yılda gerçekleşen yüksek büyüme-düşen enflasyon eğiliminin 2004 yılında da devam edeceğine işaret etmektedir. Yılın ikinci üç aylık döneminde Türk lirasındaki değer kaybının ve kamu fiyatlarındaki artışların yarattığı olumsuz maliyet gelişmelerine karşın, verimlilik artışının devam etmesiyle fiyatlar üzerindeki baskı sınırlı kalmıştır.

Kapasite kullanım oranlarının son üç çeyrek itibarıyla yükselmeye devam etmesi yeni yatırım ihtiyacını doğurmuş, yatırım harcamalarının artmasıyla sermaye-emek oranı büyümüş, sonuç olarak verimlilik artışları ve birim işgücü maliyetlerindeki düşüş devam etmiştir. Ayrıca, özel tüketim harcamalarındaki artışın tüm tüketim gruplarına eşit yansımamış olması ve sıkı maliye politikası çerçevesinde uygulanmakta olan gelirler politikasının zorunlu tüketim mallarına olan talebi sınırlandırması da iç talepteki canlanmanın tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı oluşturmasını engellemiştir. Bu gelişmeler sonucu tüketici fiyatları enflasyonu 2004 yılının ikinci çeyreğinde de gerilemeye devam etmiş ve Haziran sonunda yıllık yüzde 8,9 oranında gerçekleşmiştir. TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre, ortalama yıl sonu enflasyon beklentisi de yüzde 10,9 seviyesine inmiştir.

Yılın ilk yarısında maliyetlerdeki artış nedeniyle hızlanan imalat sanayi fiyat artışlarının, yılın geri kalan kısmında yavaşlama eğilimine gireceği öngörülmektedir. Kaldı ki, dalgalı döviz kuruna geçişle beraber giderek döviz kurundan enflasyona geçişte zayıflama gözlenmiş ve kurlardaki hareketlerin fiyatlara yansımaları daha yavaş ve gecikmeli gerçekleşmeye başlamıştır. Bu nedenle, içinde bulunduğumuz dönemde gözlenen maliyet artışlarının 2004 enflasyon hedefini tehlikeye sokması beklenmemektedir. Bunlarla beraber, söz konusu maliyet artışlarının etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkma riski, iç talebin canlanma eğilimi göstermesi, hizmet sektöründeki katılıkların devam ediyor olması ve tarım ve gıda fiyatlarının mevsimsel koşullara oldukça duyarlı olması nedeniyle tahmin edilmesinde büyük güçlük bulunması, tek haneli enflasyonun hedeflendiği 2005 yılı için fiyat artışlarının çok yakından takip edilmesi gereğini doğurmaktadır.

\* Bu raporda 22 Temmuz 2004 tarihine kadar olan veriler kullanılmıştır.

## *1.2. Son Dönemdeki Ekonomik Gelişmeler*

Uygulanan ekonomik program çerçevesinde 2004 yılı faiz dışı bütçe fazlası, yılın ilk altı ayı itibarıyla hedeflerle uyumlu bir performans izlemiştir. Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yürütülmekte olan program çerçevesinde Nisan ayı sonu itibarıyla belirlenen Net Uluslararası Rezervler (NUR) ve Net İç Varlıklar (NİR) hedefleri de belirlenen sınırlar içinde kalmıştır. Ancak, Para Tabanı belirlenen düzeyin az da olsa üzerinde gerçekleşmiştir. Daha önceki raporlarda da detaylı olarak açıklandığı üzere söz konusu durum, enflasyonist beklentilerdeki iyileşme ile enflasyon, döviz kuru ve faiz oranlarındaki düşüşlere bağlı olarak para talebinde meydana gelen artışlardan kaynaklanmakta, öncelikli amaç olan fiyat istikrarı ile çelişmemekte ve yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılması konusunda bir tehdit oluşturmamaktadır. Burada faizlerin temel politika aracı olduğu ve parasal büyüklüklerin uygulanmakta olan politika çerçevesinde içsel olarak belirlendiği vurgulanması gereken bir durumdur. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemlerde de benzer eğilimler devam edebileceğinden, IMF ile yürütülen program çerçevesinde izlenen bu hedeflerin yeniden belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

2004 yılının ilk çeyreğinde maliyet koşullarının iyileşmesini sağlayan gelişmeler, ikinci çeyrekte görece tersine bir seyir izlemiştir. Bu dönemde, Türk lirasındaki değer kaybı ve kamu sektörü, özellikle akaryakıt grubu fiyat artışları enflasyon üzerinde belirleyici olmuştur. Türk lirası Nisan ayı sonlarından itibaren değer kaybetmeye başlamış ve yılın ikinci üç aylık döneminde 1 ABD doları ve 0,77 eurodan oluşan döviz sepeti karşısında ortalama olarak yüzde 7 oranında değer kaybetmiştir. Değer kaybetme sürecinin enflasyona etkisi toptan eşya fiyatlarında daha belirgin şekilde gözlenmiştir.

Döviz kurundaki artış eğilimi ve uluslararası petrol fiyatlarındaki yükseliş, akaryakıt ürünlerinin hammadde ithalat fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Bu durumda, bütçe hedefleri çerçevesinde, vergi kaybını önlemek için fiyat ayarlamaları gereği doğmuştur. Akaryakıt fiyatları ağırlıklı olarak toptan eşya fiyat endeksi üzerinde etkili olmuştur. Ayrıca dış piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak çok yüksek artışlar gösteren ana metal sanayi fiyatları ve döviz kurundaki yükselişle hızlanan kimyasal ürünlerin fiyatları da kamu kaynaklı enflasyondaki görece hızlanmada rol oynamıştır. Bu gelişmeler sonrasında döviz kurlarının yükselişine geçtiği Nisan ayından itibaren, tarım dışı TEFE'de enflasyon eğilimi yükselmiştir.

Gıda fiyatlarının istikrarlı seyri TÜFE’de ilk altı aylık enflasyonun hedefin gerektirdiği düzeyin altında kalmasına katkıda bulunmuştur. Bu nedenle, hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesine ve kamu fiyatlarındaki artışlara karşın, gıda dışı TÜFE artış eğilimi enflasyon hedefi ile uyumlu olmuştur.

Toplam özel tüketim harcamalarında gözlenen yüksek artışa rağmen, 2004 yılının ikinci üç aylık döneminde de tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı görülmemiştir. Bunun başlıca nedeni, özel tüketim harcamalarında gözlenen artışın tüm tüketici gruplarına dağılmaması ve daha çok dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamaların artıyor olmasıdır. Dayanıklı tüketim malları fiyatları ise, Türk lirasının son yıllardaki güçlü seyri ve bu sektörlerdeki yüksek verimlilik artışı sebebiyle görece olarak düşük kalmıştır. Ayrıca, sıkı maliye politikası çerçevesinde uygulanmakta olan gelirler politikası ve istihdam düzeyinin oldukça düşük düzeyde seyretmesi, özellikle gelir etkisine duyarlı zorunlu tüketim mallarına yönelik harcamaları sınırlandırmıştır. Sonuç olarak 2004 yılının ilk yarısı yüksek büyüme ve enflasyondaki düşüşün eşanlı olarak gerçekleştiği bir dönem olmuştur.

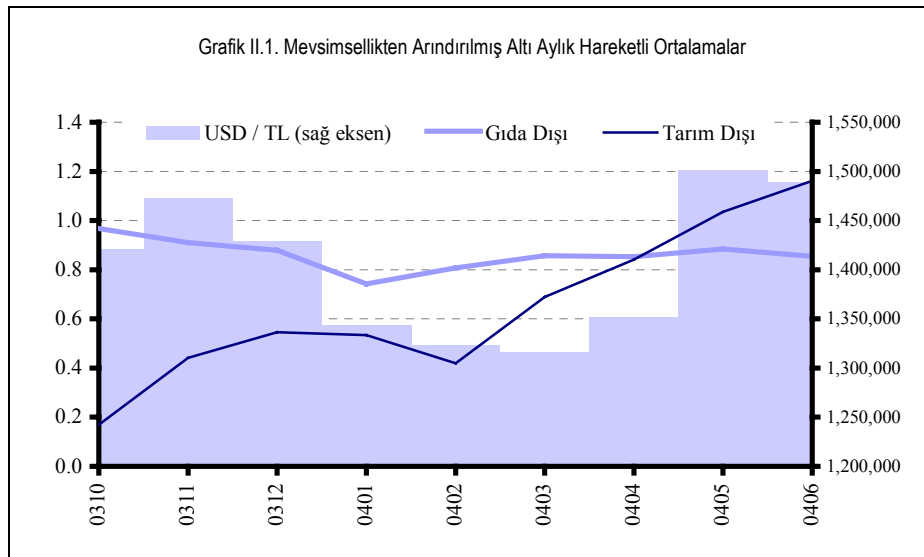
(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

## II. Enflasyon Gelişmeleri

Yılın ikinci çeyreğinde tarım ve gıda dışı sektörlerde fiyat artışları ilk çeyrekle karşılaştırıldığında görece olarak hızlanmış ve Türk lirasının değer kaybetmesi, kamu fiyat artışları gibi faktörler özellikle toptan eşya fiyatlarının görece olarak daha hızlı artmasına neden olmuştur. Ancak, maliyet yönlü bu baskıların tüketici fiyatları üzerindeki etkileri oldukça sınırlı kalmıştır. Gıda ve tarım fiyatları ise aynı dönemde enflasyon eğilimini aşağıya çekici rol oynamıştır. Ocak-Haziran döneminde mevsimsellikten arındırılmış enflasyon tarım dışı TEFE’de yüzde 7,2, gıda dışı TÜFE’de ise yüzde 5,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamlar ışığında yıl sonu TÜFE artış hedefi olan yüzde 12’ye ulaşılması yüksek olasılık olarak görülmektedir.

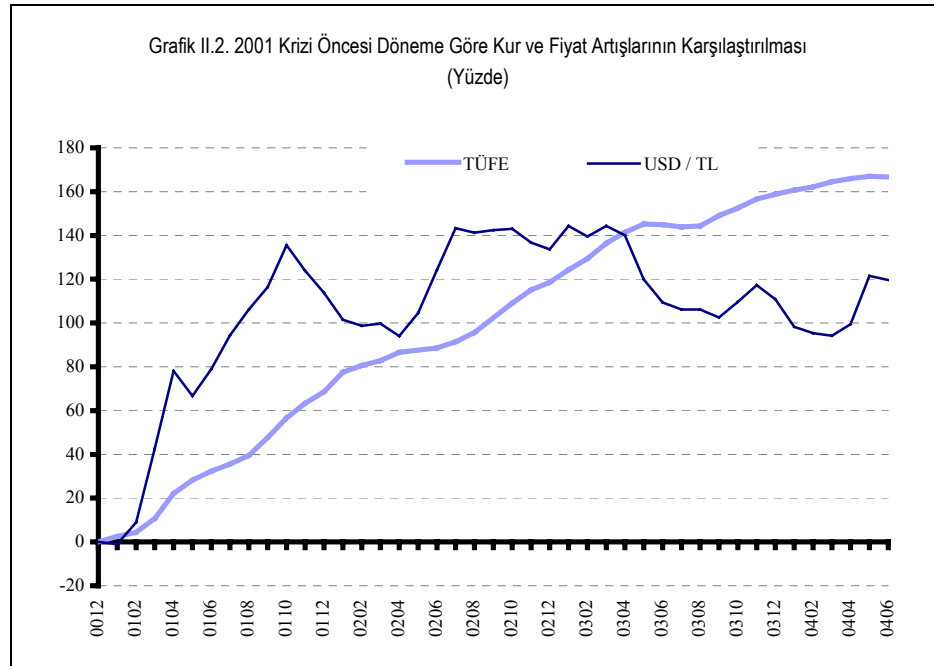
Mart-Haziran döneminde enflasyon üzerinde belirleyici olduğu düşünülen başlıca unsurlar: (i) Türk lirasındaki değer kaybı, (ii) kamu sektörü, özellikle akaryakıt grubu fiyat artışları, (iii) tarım ve gıda fiyatlarının seyri ve (iv) iç talep baskısının zayıflığı olarak özetlenebilir.

Yılın ilk üç aylık döneminde maliyetler üzerinde olumlu etki yapan döviz kuru gelişmeleri ikinci üç aylık dönemde görece olarak tersine dönmüştür. Nisan ayı sonlarında başlayan Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kaybetme sürecinin enflasyona etkisi toptan eşya fiyatlarında daha belirgin şekilde gözlenmiştir. Kurların yükselişe geçtiği Nisan ayından itibaren, tarım dışı TEFE’de enflasyon eğilimi yükselmiş, gıda dışı TÜFE ise yatay bir seyir izlemiştir (Grafik II.1). Buna rağmen, tarım dışı TEFE enflasyonundaki yükseliş de Türk lirasındaki değer kaybı ile karşılaştırıldığında sınırlı kalmıştır.





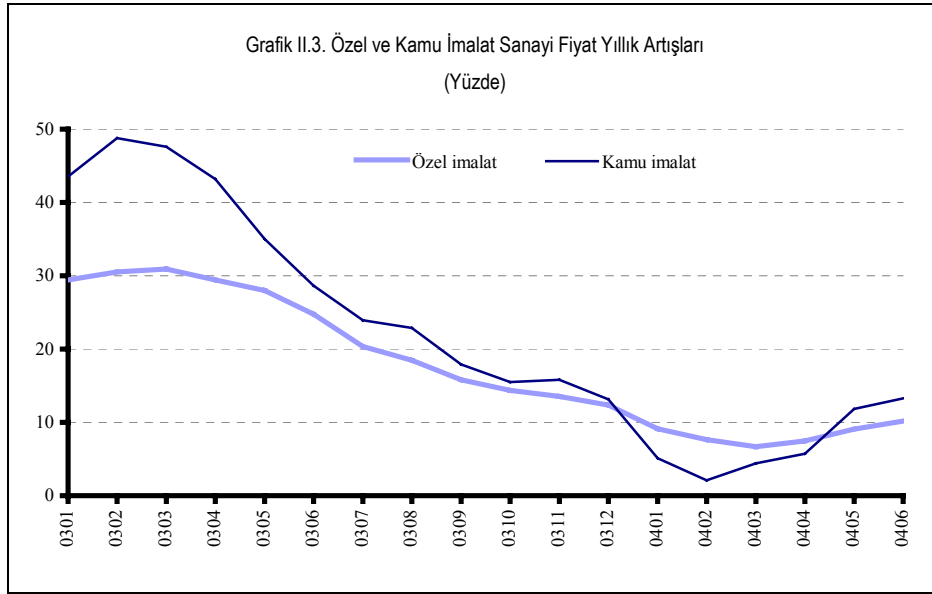
Gerek TEFE, gerekse TÜFE’de kur geçişkenliğinin azalmasının başlıca iki nedeni olduğu düşünülmektedir. Bunların ilki daha önceki para politikası raporlarında da vurgulanan, döviz kuru - enflasyon ilişkisindeki yapısal değişimdir. Dalgalı kur rejimi ile kurlarda yukarı-aşağı yönlü hareketlerin gözlenmesi, kur hareketlerinin çok kısa sürede endeksleme yoluyla fiyatlara yansıtıldığı mekanizmayı zayıflatmıştır. Döviz kurundaki artışın enflasyona yansımalarını sınırlayan ikinci neden ise kriz sonrası dönemde fiyat ve döviz kuru artışlarının karşılaştırılmasıyla ortaya çıkmaktadır. Grafik II.2’de döviz kuru ve tüketici fiyatlarının kriz öncesi dönem (Aralık 2000) başlangıç alınmak üzere birikimli artışları görülmektedir. Kriz sonrası dönemde fiyat artışları ilk aylarda kurdaki yüksek artışların gerisinde kalmış, maliyet artışı fiyatlara yansıtılmamış ve kâr marjlarında (mark-up) düşüş gözlenmiştir. Ancak sonrasında döviz kurundaki düşüşlerin fiyatlarda aynı oranda düşüslere yol açmadığı ve kar marjının tekrar artmaya başladığı gözlenmiştir. Bugün gelinen noktada, fiyatların 2000 yılı sonuna göre döviz kurundan daha fazla arttığı görülmektedir. Aynı dönemde birim işgücü maliyetlerindeki düşüş de göz önüne alınırsa, özellikle son 1.5 yılda firmaların maliyet artışlarını fiyatlara yansıtamamak gibi bir sorunla karşılaşmadıkları ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle döviz kurunda meydana gelen artışlar mutlaka fiyat artışlarına neden olmamakta, zaten oldukça genişlemiş olan kar marjlarının daraltılmasıyla karşılanabilmektedir.



Yılın ikinci çeyreğinde enflasyon üzerinde belirleyici olan bir diğer unsur da kamu kesimi fiyatları ve özellikle akaryakıt fiyat artışları olmuştur.

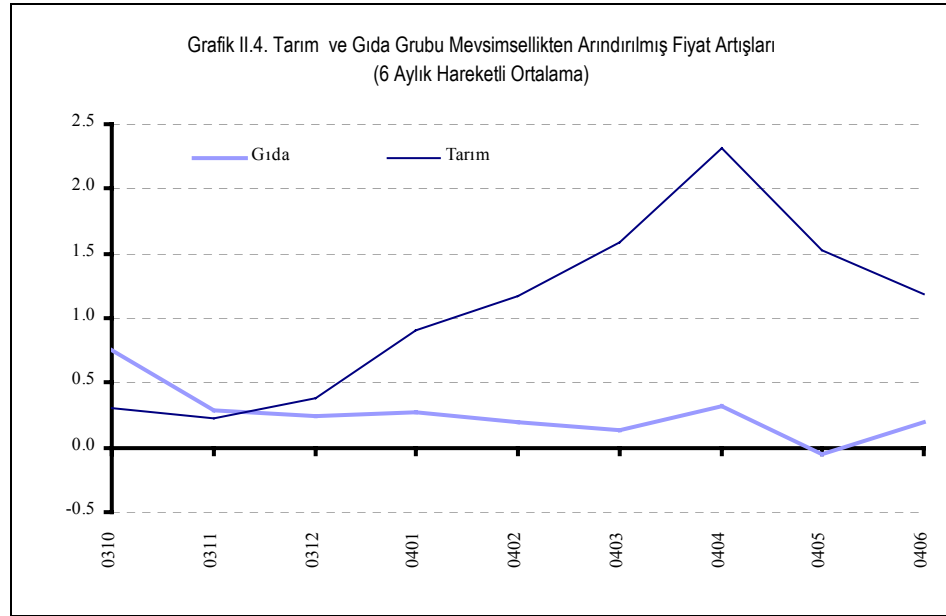
Türk lirasının genel anlamda değer kazandığı 2003 yılında hem akaryakıt fiyatlarında indirimler yapmak hem de bu ürünlerden toplanan vergileri artırmak aynı anda mümkün olmuştur. Ancak, son dönemde döviz kurundaki artış eğilimi ve uluslararası petrol fiyatlarındaki yükseliş akaryakıt ürünlerinin hammadde ithalat fiyatlarının artmasına neden olmuştur. Bu durumda vergi kaybını önlemek için perakende fiyatları artırmak kaçınılmaz olmuştur.

Akaryakıt fiyatları ağırlıklı olarak toptan eşya fiyat endeksi üzerinde etkili olmuştur. Ayrıca dış piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak çok yüksek artışlar gösteren ana metal sanayi fiyatları ve döviz kurundaki yükseliş paralelinde hızlanan kimyasal ürünlerin fiyatları da kamu kaynaklı enflasyondaki görece hızlanmada rol oynamıştır. Yılın ilk çeyreğinde TEKEL ürünlerindeki artışların da katkısıyla birlikte Ocak-Haziran dönemi kamu imalat sanayi fiyat artışı yüzde 11'e ulaşmıştır. Yıllık fiyat artış hızı da kamu imalat sanayiinde yüzde 13,3 ile özel imalat sanayiinin 3,1 puan üzerinde bulunmaktadır (Grafik II.3).



Yılın ilk altı ayında özellikle TEKEL ürünleri ve akaryakıt grubundaki fiyat artışlarının Özel Tüketim Vergisi (ÖTV) artışları ile ilişkili olduğu görülmektedir. Bu artışlar genel enflasyon eğiliminin düşüklüğü nedeniyle 2004 yılında özellikle tüketici fiyatları için yıl sonu hedefini aşma riski yaratmamıştır. Bununla birlikte, tek haneli enflasyonun hedefleneceği gelecek dönemde, mali disiplini sağlamak adına yapılacak dolaylı vergi artışları enflasyon hedefleri açısından daha büyük sorunlar doğurabilecektir. Bu noktada mali disiplinin kalitesinin artırılmasının önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

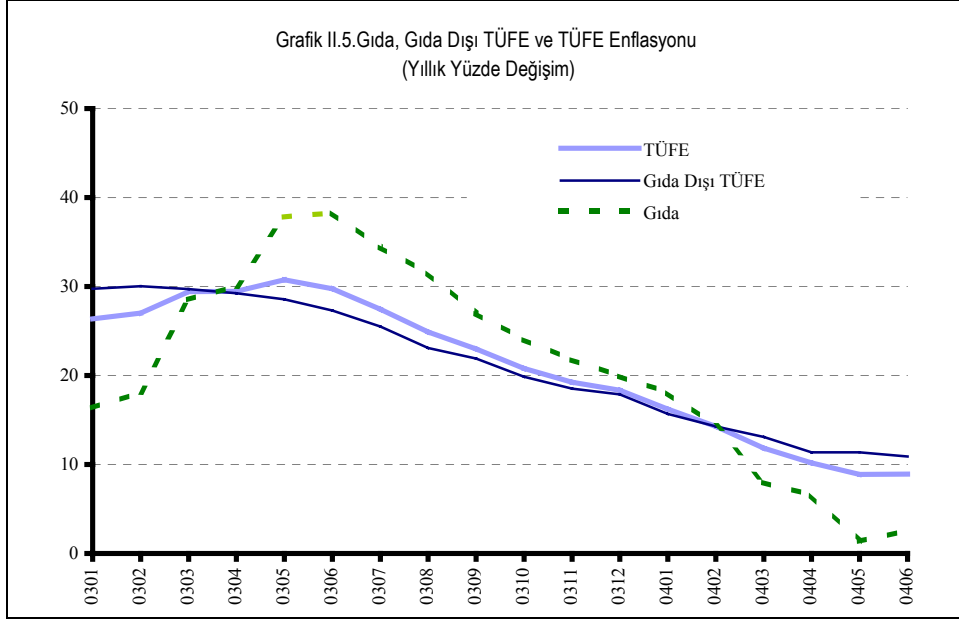
Gıda fiyatlarının istikrarlı seyri, TÜFE’de ilk altı aylık enflasyonun, hedefin gerektirdiği düzeyin altında kalmasına katkıda bulunmuştur. Bu grupta ilk altı ayda fiyatların birikimli olarak yüzde 0,9 gerilediği, yıllık enflasyonun ise yüzde 2,6 ile sınırlı kaldığı görülmektedir. Mevsimsellikten arındırılmış olarak incelendiğinde de aylık yüzde 0,2 ortalama ile hedefin gerektirdiği düzeyin oldukça altında bir gıda fiyat artışı ile karşılaşmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde çok yüksek artış gösteren tarım fiyatlarında da beklenen düzeltme görülmeye başlamış ve fiyat artışı hızı düşme eğilimine girmiştir (Grafik II.4).



Yılın ikinci çeyreğinde de enflasyon üzerinde talep yönlü belirgin bir baskı görülmemiştir. İç talepte bir toparlanma gözlenmesine karşın, görece talep canlanması dayanıklı tüketim malları gibi belli sektörlerde açık olarak gözlenmiş, tüm sektörlerde yayılan genel bir canlanma görülmemiştir. Bu sektörlerde ortaya çıkan maliyet avantajları da artan talebin fiyatlara baskı yapmasını önlemiştir. Ekonomide genel olarak üretim artışına paralel olmayan ve talep fazlası yaratacak bir canlanmadan söz etmek yılın ilk altı aylık dönemi için mümkün görünmemektedir.

Özetle, enflasyon hedefi açısından 2004 yılı için fazla risk bulunmamaktadır. Hizmet fiyatlarındaki katılığın devam etmesine ve kamu fiyatlarındaki artışlara karşın Ocak – Haziran döneminde gıda dışı TÜFE artış eğilimi enflasyon hedefi ile uyumlu olmuştur. Gıda fiyatlarının da olumlu katkısıyla altı ay sonunda yıllık TÜFE enflasyonu yüzde 8,9 oranında bulunmaktadır (Grafik II.5). Daha önceki raporlarda da bahsedilen baz etkisi nedeniyle bu oranın önümüzde dönemde az da

olsa yükselme gösterebileceği düşünülmekte, bununla birlikte yıl sonu hedefi olan yüzde 12'yi aşması yüksek olasılık olarak görülmemektedir.

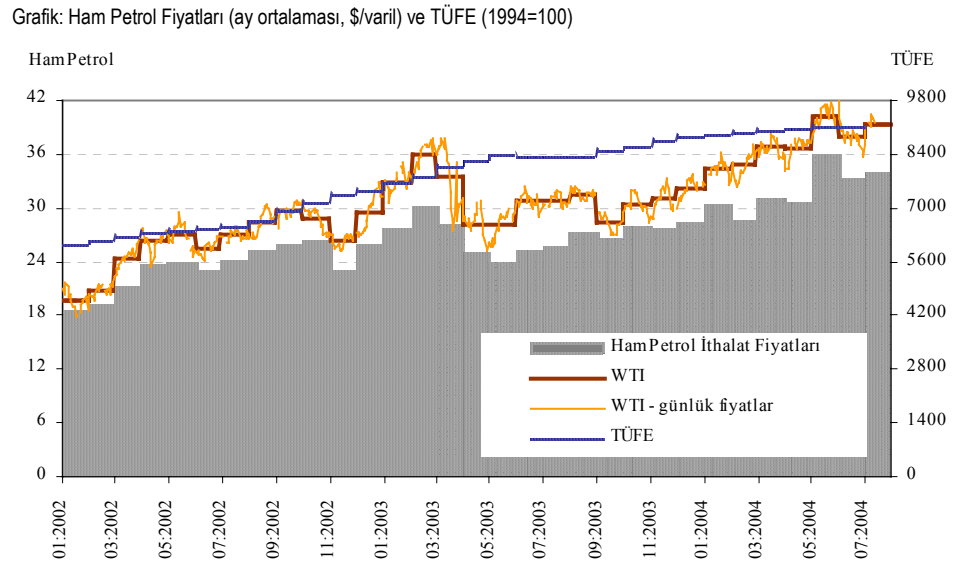


## KUTU II.1. PETROL FİYATLARI VE PARA POLİTİKASI KARARLARI

Enerji, çoğu ekonomik aktivitenin temel girdisidir ve bundan dolayı önemli bir maliyet kalemi ve fiyatları oluşturan önemli bir etmen olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyat istikrarı odaklı bir politika yürüten merkez bankaları açısından, enerji fiyatlarının zaman içindeki evrimi önemli bir risk faktörü olarak görünmektedir. Öte yandan, söz konusu riskin dışsal karakterde olması, politika yapıcılara yanıtlanması gereken kritik bir soru sunmaktadır: *Özellikle dünya ham petrol fiyatları üzerinden gelişen ters arz şokları ve genel fiyat artışları karşısında merkez bankaları nasıl bir duruş belirlemelidir?*<sup>1</sup> Bu kutuda bu soruya ilişkin açıklamalar sunulmaktadır. Öncelikle, son iki yıllık süre içinde ham petrol fiyatlarının gelişimi, daha sonra dünya merkez bankalarının bu gelişmeler karşısındaki tutumları ele alınmıştır. Son olarak TCMB'nin petrol fiyatlarındaki olumsuz gelişmeleri nasıl ele aldığı ile ilgili saptamalar sunulmuştur.

*Ham Petrol Fiyatlarının Evrimi: 2002-2004*

Petrol fiyatları, arz ve talep koşullarına bağlı olarak zaman içinde önemli dalgalanmalar göstermektedir. Gerek talepteki değişimler, gerekse arz miktarındaki artış ve azalışlar ve bu konudaki beklentiler petrol fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Grafikte de görüldüğü üzere, petrol fiyatları günlük olarak önemli dalgalanmalar göstermekte, aylık ortalamalar bazında dahi her iki yönde de ciddi değişimler sergilemektedir.



Son yıllar göz önüne alınırsa, petrol fiyatları özellikle Irak savaşı sırasında hızla artmış, savaşın genel öngörülerden daha kısa zamanda sona ermesiyle savaş öncesi düzeyine gerilemiştir. Ancak izleyen dönemde bölgesel istikrarsızlıkların sürmesi arz konusunda endişelere yol açmış, fiyatlardaki artış eğilimi ciddi dalgalanmalarla birlikte devam etmiştir.

*Faiz Politikalarının Petrol Fiyatlarına Duyarlılığı: Ne Zaman ve Hangi Ölçüde?*

Fiyat gelişmeleri para politikasının oluşturulması bağlamında söz konusu edildiğinde, kısa vadeli gelişmelerle orta vadedeki eğilimlerin birbirinden ayrılması gerekir. Kısa vadeli –geçici- şoklar fiyat istikrarı hedefini riske etmezken, şokların orta vadede süreklilik göstermesi fiyat istikrarından uzaklaşılmasını beraberinde getirecektir. Bu bağlamda, ileriye-dönük politika üretimi, yalnızca orta-vadede sürmesi beklenen fiyat şoklarına tepki verecektir. Kaldı ki, geçici petrol fiyatı dalgalanmalarına verilecek bir tepki, zaten durgunlaşmakta olan ekonomik aktivitenin daha da azalmasına sebep olacağından toplam refah seviyesine olumsuz etkide bulunabilecektir. Bu yaklaşım yakın geçmişte Avrupa Merkez Bankası tarafından da ortaya konulmuştur.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Bkz. "Energy, the Economy and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Dallas, <http://www.dallasfed.org/educate/everyday/ev2.html>.

<sup>2</sup> Avrupa Merkez Bankası, Basın Konferansı, Giriş Metni, 1 Temmuz 2004. Benzer belirlemeler Avrupa Merkez Bankası'nın 7 Mart 2002 ve 21 Haziran 2001 tarihli basın konferanslarında da görülebilir.

Benzer biçimde Kanada ve Avustralya'daki para politikası uygulamalarında tüketici fiyatlarındaki geçici dalgalanmaların görece olarak tolere edildiği ve bu bağlamda petrol fiyatları gibi geçici faktörlerin sadece göz altında tutulduğu görülmektedir.<sup>3</sup>

Bu gözlemler enflasyon hedeflemesi çerçevesinde ele alındığında, hangi fiyat endeksindeki gelişmelerin dikkate alınmasının daha uygun olacağı sorusu akla gelmektedir. Sorunun cevaplanması teknik açıdan karmaşık incelemeleri gerektirmekle birlikte, cevabın altında yatan temel dayanak yukarıda aktarılan gözlemlerle örtüşür niteliktedir. Diğer bir deyişle, orta-vadeli enflasyon eğilimlerini en iyi temsil eden fiyat verileri dikkate alınmalı ve geçici şoklar orta-vadedeki eğilimleri besleyebildikleri ölçüde göz önünde bulundurulmalıdır. Bu bağlamda, fiyatların genel eğilimlerini yakalayan "çekirdek enflasyon" tanımları öne çıkmaktadır. Örnekleme gerekirse, Kanada ve Avrupa merkez bankaları gıda, enerji ve dolaylı fiyatların dışında kalan tüketici fiyatlarını izlemektedir.<sup>4</sup> Bu konuda yapılan bir çalışmada da, petrol fiyatı şokları var olduğunda, genel fiyat endekslerinin hedeflenmesinin iyi bir strateji yansıtmayacağı gösterilmektedir.<sup>5</sup> Bu noktalardan hareketle, ileriye dönük para politikası stratejileri izleyen merkez bankalarının, asıl vurguyu genel fiyat eğilimlerine yaptığı söylenebilir. Öte yandan, adı geçen kaynakların dışsal ve geçici fiyat şoklarının takip edilmesi gereğine ayrıca değindiği de belirtilmelidir.

#### *Türkiye'de Petrol Fiyatları ve Enflasyon*

Türkiye'nin ham petrol ithalat fiyatları, genel olarak WTI (West Texas Intermediate - ABD) ve Brent (International Petroleum Exchange - Londra) petrol fiyatlarından düşük olmakla birlikte fiyat değişimleri zaman içinde paralel bir seyir izlemektedir. Dolayısıyla uluslararası petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar Türkiye'nin ham petrol ithalat fiyatlarına da yansımaktadır. Ancak, Türkiye'de enflasyonun son 30 yıldır gösterdiği yüksek ve oynak seyir ve özellikle akaryakıt ürünleri fiyatlarının ham petrol fiyatlarıyla ilişkisinde vergilendirmenin oynadığı rol göz önüne alındığında, petrol şoklarının genel TÜFE enflasyonu üzerindeki etkisinin sınırlı kaldığı gözlenmektedir.<sup>6</sup> Ne var ki, son yıllarda, enflasyondaki düşüş sonrası, ham metal ve petrol gibi ham madde fiyatlarındaki dalgalanmaların yurt içi genel fiyat endeksleri (özellikle TEFE) üzerindeki etkileri gittikçe belirginleşmektedir. Diğer yandan, petrol fiyatı şoklarının enflasyon üzerindeki kısa dönem etkilerinin doğru bir şekilde anlaşılması için petrol fiyat hareketlerinin yanı sıra vergilendirme politikasının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Bir başka ifadeyle, petrol fiyatları ile tüketici fiyat endeksi içerisindeki enerji fiyatları ilişkisi vergi politikalarına bağlı olarak kısa dönemde her zaman birebir olmayabilmekte, uzun dönemde ise genelde bütünlük göstermektedir. Ancak her durumda, akaryakıt ürünlerinin önemli bir bölümünün vergiden oluşması, petrol fiyat şoklarının yurt içi fiyatlara geçişkenliğinin görece olarak kısıtlı kalmasına neden olmaktadır.

Türkiye ekonomisinde, 2001 krizi sonrasında kararlılıkla uygulanan istikrar programı sonucu enflasyon rakamları düşme eğilimine girmiş olup, bu eğilimler hala korunmaktadır. Petrol fiyatları ve kur gelişmelerine bağlı olarak yapılan akaryakıt fiyat düzenlemelerinin toptan eşya fiyatlarına yansıdığı TCMB'nin Mayıs ayı enflasyon görünümü duyurusunda dile getirilmiş olmakla birlikte, bu gelişmelerin tüketici fiyatlarına yansımalarının daha dar bir çerçevede kalacağı da belirtilmektedir.<sup>7</sup> Grafikte de gösterildiği gibi, TÜFE'nin yakın dönemdeki seyri bu gözlemi destekler niteliktedir. Bu verilerin ve ülke deneyimlerinin ışığında, son dönemdeki ham petrol ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı para politikasında değişikliğe gidilmesi için güçlü bir neden görülmemektedir. Ancak, her durumda söz konusu fiyat gelişmeleri yakından izlenecek, petrol fiyatlarındaki artışların devam etmesi ve bu gelişmelerin genel fiyatlama davranışları ile uzun dönemli enflasyon beklentilerine yansımaları durumunda para politikası gerekli tepkiyi verecektir.

<sup>3</sup> "Monetary Policy", Reserve Bank of Australia, [http://www.rba.gov.au/Education/monetary\\_policy.html](http://www.rba.gov.au/Education/monetary_policy.html). Bu konuda ayrıntılı bilgi için, enflasyon hedefleyen belli başlı merkez bankalarının politika metinleri görülebilir. Bakınız, Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın 27 Mayıs 2004 tarihli Para Politikası Kurulu duyurusu; Filipinler Merkez Bankası'nın 15 Nisan, 6 Mayıs, 3 Haziran ve 1 Temmuz 2004 tarihli duyuruları; Güney Afrika Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın 10 Haziran 2004 tarihli duyurusu; Güney Kore Merkez Bankası'nın 8 Temmuz 2004 tarihli duyurusu; İsveç Merkez Bankası'nın 11 Haziran ve 8 Temmuz 2004 tarihli duyuruları; Peru Merkez Bankası'nın 3 Haziran ve 1 Temmuz tarihli duyuruları; Polonya Merkez Bankası'nın 27 Nisan ve 30 Haziran 2004 tarihli duyuruları; Şili Merkez Bankası'nın 13 Mayıs ve 10 Haziran 2004 tarihli duyuruları ve Tayland Merkez Bankası'nın 21 Nisan ve 9 Haziran 2004 tarihli basın duyuruları.

<sup>4</sup> ABD Merkez Bankası gıda ve enerjiyi dışarda tutarken, Tayland Merkez Bankası işlenmemiş gıda ve enerjiyi tüketici fiyatlarının genel eğilimlerini incelerken dikkate almaktadır. Ayrıntılı bilgi için, "Core Inflation in the UK", Joanne Cutler, External MPC Unit Discussion Paper, No. 3, Mart 2001.

<sup>5</sup> "Monetary Policy Rules and Oil Price Shocks", C. Kamps ve C. Pierdzioch, Kiel Institute of World Economics, Kiel Working Paper No. 1090, 2002.

<sup>6</sup> Şöyle ki, akaryakıt ürünlerinde pompa satış fiyatı hesaplanırken, öncelikle dünya ham petrol fiyatları ile döviz kurlarında meydana gelen gelişmelere bağlı olarak rafineri satış fiyatları (tavan fiyat) belirlenmekte, rafineri satış fiyatları üzerine dağıtım payları, nakliyat giderleri (kara ve deniz) ve maktu özel tüketim vergisi (ÖTV) miktarları eklenerek KDV matrahına ulaşılmaktadır. Bu tutara yüzde 18'lik genel KDV oranı uygulanmak suretiyle bulunan KDV miktarı da KDV matrahına eklenmek suretiyle 1 litre benzinin pompa satış fiyatına ulaşılmaktadır.

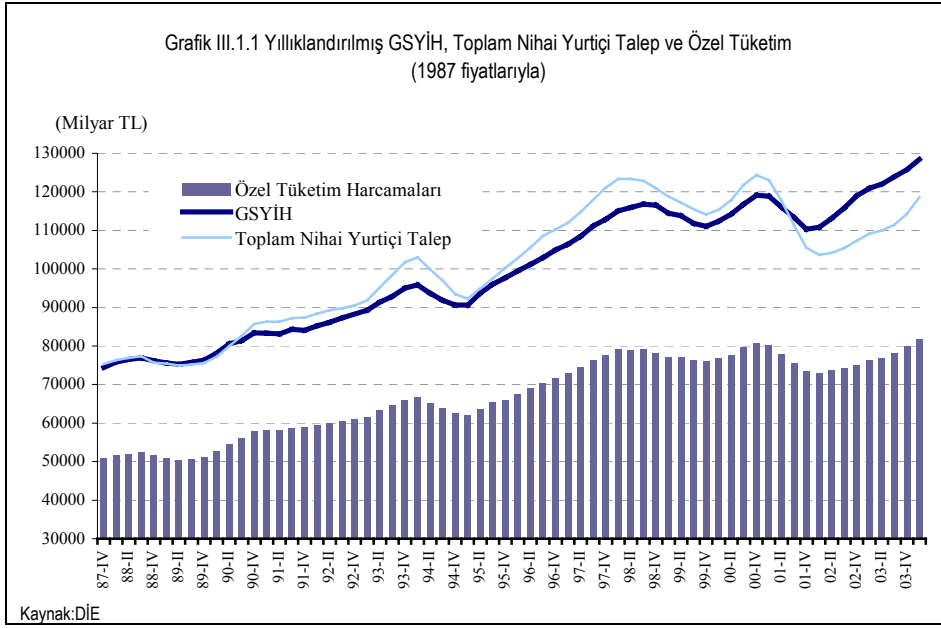
<sup>7</sup> "Mayıs Ayı Enflasyonu ve Görünüm", TCMB, Haziran 2004.

(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

### III. Arz ve Talep Gelişmeleri

#### III.1. İç Talep

2003 yılının ikinci yarısında hızlanan iç talep canlanması, 2004 yılının ilk üç aylık döneminde de artarak sürmüştür. Böylece ihracattaki olumlu performansın yanı sıra hızla genişleyen iç talep yılın ilk üç aylık döneminde yakalanan yüksek oranlı ekonomik büyümenin önemli bir bileşeni olmuştur (Tablo III.1.1). 2003 yılının son üç aylık döneminden sonra 2004 yılının ilk üç aylık döneminde de, toplam nihai yurtiçi talep büyümesi GSYİH büyümesinin üstünde gerçekleşmiştir. Nitekim, yıllıklandırılmış veriler 2002 yılında iç talepte başlayan sınırlı canlanmanın 2003 yılının son üç aylık döneminden itibaren hız kazandığını göstermektedir. Ancak, toplam nihai yurt içi talep seviyesinin hâlâ GSYİH'nin altında bulunması, ekonomide talep açığı olduğuna işaret etmektedir (Grafik III.1.1).



Üretim ve talebe ilişkin göstergeler, iç talepteki hızlı canlanma eğiliminin yılın ikinci üç aylık döneminde de sürdüğünü göstermektedir. Nitekim, TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) gelecek üç aylık döneme ilişkin iç piyasaya satılan mal hacmi eğilimi, özel tüketim harcamalarındaki artışların yılın ikinci üç aylık döneminde devam ettiğine işaret etmektedir (Grafik III.1.2).

Toplam nihai yurtiçi talep bileşenleri incelendiğinde, 2004 yılının ilk üç aylık döneminde özel harcamaların ekonomideki büyümenin temel belirleyicisi olduğu görülmektedir. Özel harcamalarda gözlenen bu



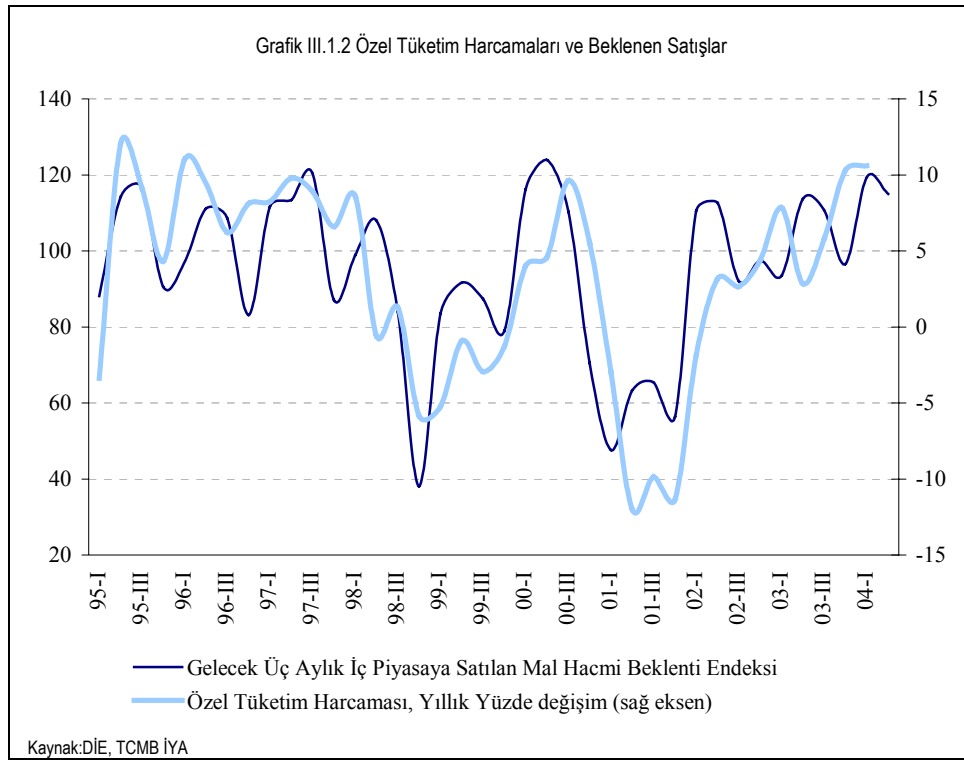
artışlar başta dayanıklı tüketim mallarına ve makine-teçhizat yatırımlarına yönelik olmuştur (Tablo III.1.1). Dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamaların yüzde 49,7 gibi yüksek bir oranda artmasında, kredi faiz oranlarının gerilemesiyle birlikte borçlanma maliyetlerinin düşmesi, Türk lirasının yabancı para birimleri karşısında güçlenmesi sonucunda bu sektördeki görece fiyat artışlarının sınırlı kalması ve tüketici güveninin artması etkili olmuştur. Ayrıca, borçlanma olanaklarını iyileştiren diğer bir faktör olan ve ekonomiye duyulan güveni yansıtan uzayan vadelerle taksit ve kredi imkanlarının genişlemesi de bu mallara yönelik ertelenmiş tüketim harcamalarının gerçekleştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Nitekim, tüketici kredileri ve kredi kartı kullanımı 2004 yılının ilk üç aylık döneminde hızlanarak artarken, tüketici güven göstergelerinden TCMB ve CNBC-e Tüketici Güven Endeksleri de bu dönemde olumlu seviyelerini korumuştur.

Tablo III.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri  
(Yıllık Yüzde Değişim)

	2002		2003				2004	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
1-Tüketim Harcamaları	2,5	6,9	2,3	5,2	8,0	5,6	9,9	
Kamu	5,4	-2,3	-2,0	-0,7	-4,2	-2,4	2,4	
Özel	2,1	7,8	2,9	5,8	10,3	6,6	10,6	
Dayanıklı Tüketim Mal.	2,1	24,7	10,6	11,4	49,5	24,0	49,7	
Hizmetler	8,5	9,6	5,1	7,6	7,9	7,5	10,1	
Gıda	1,1	4,4	4,1	5,7	1,0	4,1	0,9	
Yarı Day. Ve Day.sız Tük. Mal.	3,0	4,7	-4,5	3,7	3,8	2,1	4,9	
2-Sabit Sermaye Yatırımları	-0,9	11,7	6,3	3,0	19,2	10,0	52,6	
Kamu	8,8	-34,8	-14,6	-22,7	5,0	-11,5	-11,3	
Özel	-5,3	22,6	14,2	16,4	30,1	20,3	60,6	
3- Stok Değişimi*	7,1	3,6	5,5	2,2	1,2	3,0	3,1	
4-Mal ve Hizmet İhracatı	11,1	14,5	12,3	19,4	16,9	16,0	10,3	
5-Mal ve Hizmet İthalatı	15,8	22,0	24,7	28,3	33,0	27,1	31,2	
6-Toplam Yurtiçi Talep	9,3	10,9	8,5	7,0	11,3	9,3	19,1	
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	1,8	7,7	3,2	4,7	10,6	6,5	17,5	
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	7,8	8,1	3,9	5,5	6,1	5,8	10,1	

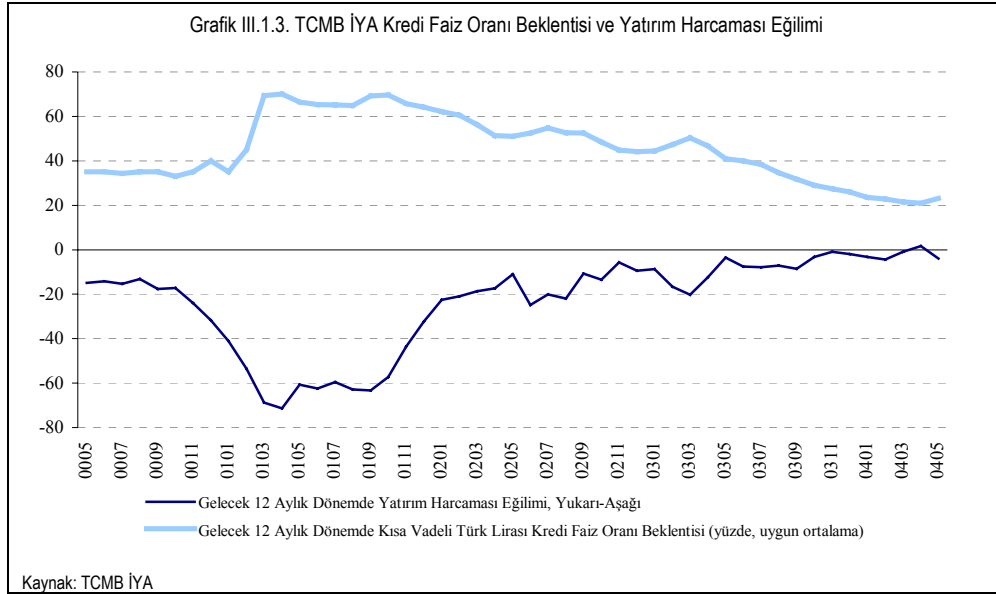
\*GSYİH büyümesine katkı, yüzde  
Kaynak: DİE

Ancak, faiz oranları ve döviz kurlarının Mayıs ayında yükselmesi, kamu bankalarının kredi miktarlarına sınırlama getirmesi ve bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmesi, ayrıca otomobil hurda indiriminin azaltılması sonucunda, Haziran ayının ikinci yarısından itibaren tüketici kredisi kullanımında yavaşlama gözlemlenmiştir. Nitekim, Otomotiv Sanayi Derneği verilerine göre Haziran ayında otomobil satışlarının artış hızı düşmüştür. Bu gelişmeler çerçevesinde, dayanıklı tüketim malları ve makine-teçhizat yatırımları talebi artış hızının yılın üçüncü üç aylık döneminde yavaşlayabileceği düşünülmektedir.



2004 yılına ilişkin büyüme tahminlerinde yatırım harcamalarının ekonomik büyümenin en önemli kaynaklarından biri olacağı öngörülmüştür. Nitekim, yılın ilk üç aylık dönemdeki gayri safi sabit sermaye yatırımlarının gelişimi bu tahminleri doğrular niteliktedir. Özel yatırım harcamaları bu dönemde, makine-teçhizat yatırımlarında meydana gelen hızlı artıştan kaynaklanarak, yüzde 60,6 gibi çok yüksek bir oranda yükselmiştir. Özel yatırım harcamalarının hızlı bir şekilde artmasında, ekonomideki risk priminin azalması sonucunda faiz oranlarının geçmiş yıllara kıyasla daha düşük seviyelerde olması, borçlanma maliyetlerinin düşmesi, dış finansman imkanlarının genişlemesi, ekonominin gidişatına ilişkin beklentilerin olumlu olması ve yatırımcı güveninin artması belirleyici olmuştur. Nitekim, 2004 yılının Nisan ayında firmaların yatırım harcaması eğilimi, 1997 yılının Nisan ayından bu yana ilk defa yukarı diyenler lehine dönmüştür (Grafik III.1.3). Son dönemde makine-teçhizat üretiminde ve sermaye malları ithalatında gözlenen yüksek oranlı artışların yanı sıra İYA'da yer alan kredi faiz oranı beklentisi ve yatırım harcaması eğilimleri de, finansman maliyetlerine ilişkin olumlu beklentiler çerçevesinde yatırım harcamalarının hızla artmaya devam ettiğine işaret etmektedir.

2004 yılının ilk yarısında tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı görülmemesinde, enflasyonist olmayan sürdürülebilir büyüme açısından önem arz eden özel yatırım harcamalarının hızla yükselerek ekonomideki potansiyel üretim düzeyini artırması etkili olmuştur.

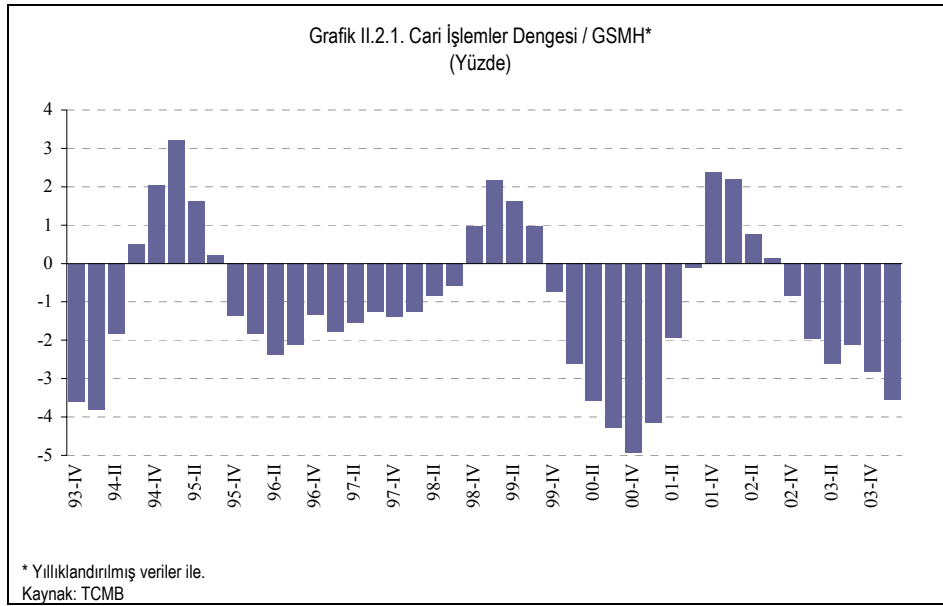


Daha önceki raporlarda da büyüme-enflasyon ilişkisi açısından önemi vurgulanan yatırım harcamalarının yükselmesi, sermaye-emek oranının artmasını, dolayısıyla da verimlilik artışlarının sürmesini ve maliyet koşullarının olumlu seviyelerini korumasını sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımlardaki büyümenin sürmesi potansiyel üretim düzeyini artırarak fiyatlar üzerindeki talep yönlü olası baskıları sınırlamaktadır. Bu çerçevede, özel yatırım harcamalarının hızlı bir şekilde artması, önümüzdeki dönemde “enflasyonist olmayan büyüme”nin sürdürülebilirliği açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak, orta vadede sürdürülebilir büyüme ve fiyat istikrarı için gerekli olan yatırımlar, yapısal reformların hayata geçirilmesi sonucunda ekonomiye duyulan güvenin kalıcı bir hal alması ile mümkün olacaktır.

İç talepte gözlenen hızlı canlanmaya karşın, 2004 yılının ilk yarısında tüketici fiyatları üzerinde talep yönlü bir baskı görülmemiştir. Bu gelişmede başlıca iki faktör etkili olmaktadır: İlk olarak, özel tüketim harcamalarındaki artışın başta dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalardan kaynaklanması, iç talepteki canlanmanın tüm tüketici gruplarına dengeli bir biçimde yansımadığını göstermektedir. Sıkı maliye politikası çerçevesinde uygulanan gelirler politikası ve işgücü piyasasındaki olumsuz gelişmeler bu durumu desteklemekte ve özellikle gelir etkisine duyarlı zorunlu tüketim mallarına yönelik harcamaları sınırlandırmaktadır. İkinci olarak, özel tüketim harcamalarındaki artışa özel yatırım harcamalarının da eşlik etmesi ekonomideki üretim kapasitesini genişleterek maliyetler ve fiyatlar üzerinde baskı görülebilecek üretim düzeyini yükseltmektedir. Bu durum, enflasyonist baskılara yol açmaksızın üretimin hızla büyümesini mümkün kılmaktadır.

### III.2. Dış Talep

2004 yılının Ocak-Nisan döneminde cari işlemler dengesi 6,9 milyar ABD doları açık vermiştir (Grafik II.2.1). Bu dönemde, hizmet gelirleri, turizm gelirlerindeki büyük oranlı artış neticesinde yükselmiştir. Ancak, yüksek oranda artan dış ticaret açığı cari işlemler dengesinde belirleyici olmuştur. Türk lirasının değerlenme eğilimi, sanayi üretiminde görülen yüksek oranlı artışlar ve iç tüketimde görülen canlanma ithalatın artış hızının 2003 yılına göre yükselmesine neden olmuştur.



DİE tarafından açıklanan verilere göre, bu dönemde geçen yılın aynı dönemine göre ihracatta meydana gelen yüzde 29,8'lik artış, toplam ihracatın yaklaşık yüzde 93,8'ini oluşturan imalat sanayi ürünlerinden kaynaklanmıştır. 2003 yılında görülen arz ve maliyet koşullarındaki iyileşmenin 2004 yılında sürmesi, ihracat artışında etkili olmuştur. Özellikle işgücü ve enerji maliyetlerinin düşük düzeylerde oluşu ve verimlilik artışı, Türk lirasındaki değerlenmeye rağmen firmalara rekabet gücü sağlamıştır. Ayrıca, finansman imkanlarındaki iyileşme, dünya ekonomisindeki genişleme eğiliminin yarattığı pazar imkanları ve artan ihracat fiyatları bu artışı desteklemiştir.

Söz konusu dönemde, toplam ithalattaki yüzde 46,2'lik artış ise öncelikle ara malı ve yatırım malı ithalatındaki artıştan kaynaklanmıştır. Artan kapasite kullanım oranlarının üretim artışının sürdürülebilmesi için yeni yatırımları gerektirmesi sebebiyle sermaye malı ithalatı yükseliş eğilimini devam ettirmiştir. Sanayi üretiminde gözlenen yüksek oranlı artışlar ise ara malı ithalatını yükseltmiştir. Ayrıca, Türk lirasının değer kazanması ile birlikte başta taşıt araçları olmak üzere dayanıklı tüketim

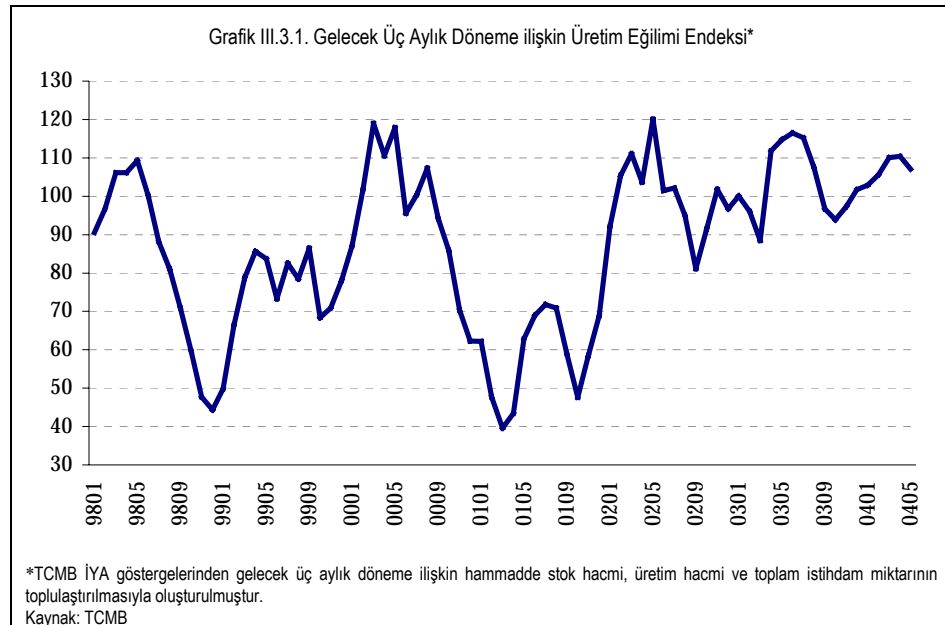
mallarına yönelik talepteki yüksek oranlı artış tüketim malı ithalatındaki yükselmenin temel belirleyicisi olmuştur. Bu sektörlerdeki talebin Türk lirasının değer kazanması ile birlikte önemli ölçüde ithalatla karşılanması enflasyonist baskıları azaltmaktadır.

DİE ve Türkiye İhracatçılar Meclisi verileri, ihracatta sanayi ürünleri kaynaklı artışın 2004 yılının ilk yarısında da devam ettiğini göstermektedir. Diğer taraftan, Maliye Bakanlığı'nın yayınladığı 2004 yılının Haziran ayına ilişkin ithalde alınan KDV'deki artış eğilimi ithalattaki yükselişin sürdüğüne işaret etmektedir.

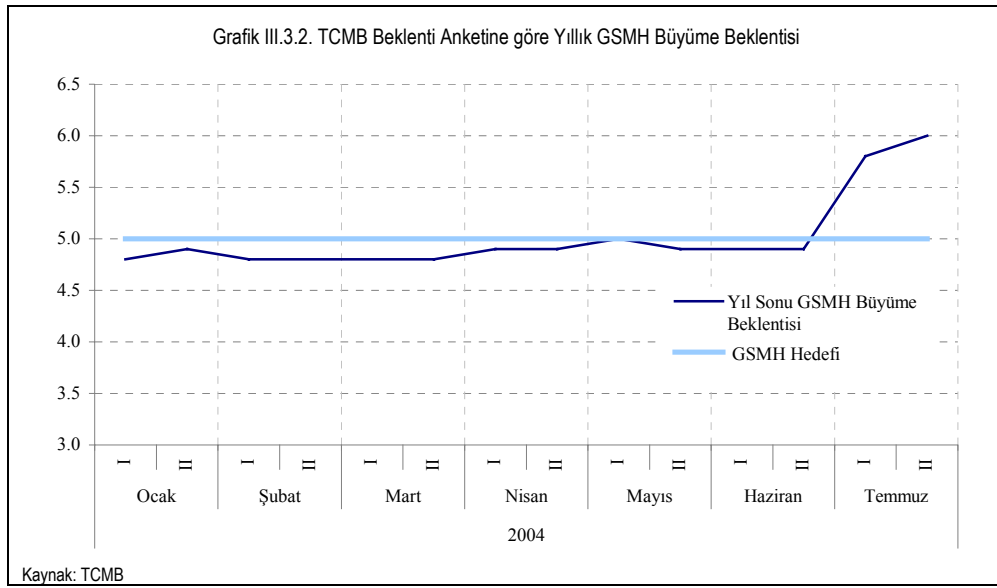
Dış ticaret verilerinde mevcut eğilimin sürmesi durumunda, artan ithalat eğiliminin yüksek ihracat performansı ve turizm gelirleri ile karşılanması beklenmekte, sonuç olarak da cari işlemler dengesinin 2004 yılı sonunda GSMH'nin yüzde 3,5-4 aralığında açık vereceği tahmin edilmektedir.

### III.3. Arz Gelişmeleri

Türkiye ekonomisi, 2003 yılından sonra 2004 yılının ilk üç aylık döneminde de büyümeye devam etmiştir. Bu dönemde GSMH geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 12,4 gibi yüksek bir oranda artış göstermiştir. TCMB İYA göstergelerinden yararlanılarak hazırlanan gelecek üç aylık döneme ilişkin üretim eğilimi endeksinin yüksek seviyesini koruması, firmaların üretime ilişkin beklentilerinin olumlu olduğuna işaret etmektedir (Grafik III.3.1).



2004 yılının ilk üç aylık dönemine ilişkin büyüme oranlarının beklentilerin oldukça üstünde gerçekleşmesi ve yılın ilk yarısında enflasyon oranlarının oldukça düşük kalması, iktisadi birimlerin yıl sonuna ilişkin beklentilerini olumlu etkilemiş ve ekonomik programa olan güveni artırmıştır. Bu çerçevede, GSMH büyüme beklentisi, 2004 yılı başından itibaren hızla hedefe yaklaşmış, Temmuz ayında ise program hedefinin üzerine çıkarak bu ayın ikinci anket döneminde yüzde 6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik III.3.2).



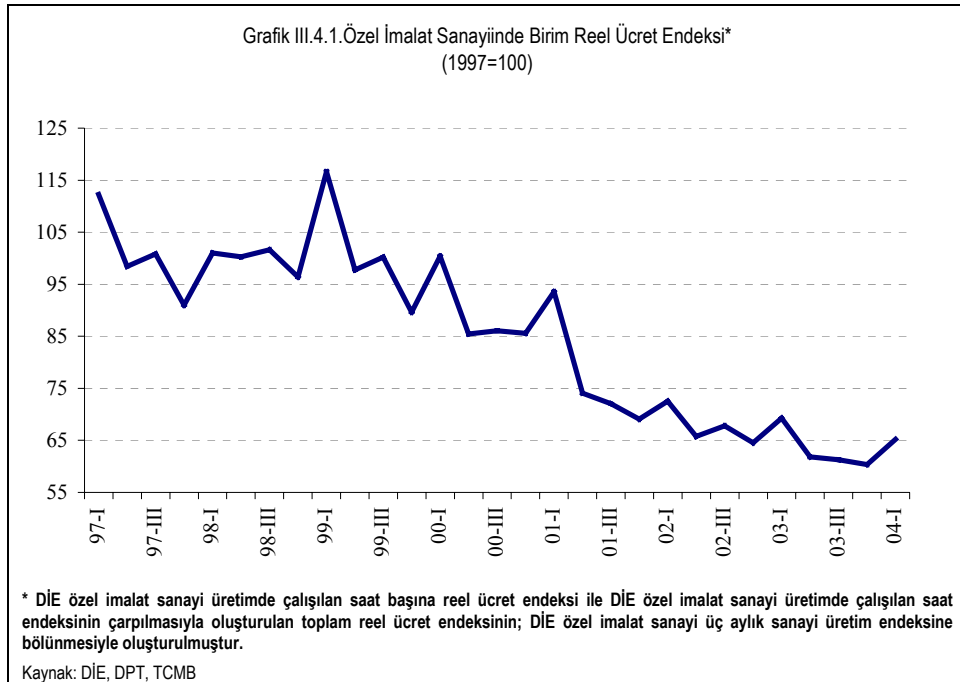
DİE Aylık Sanayi Üretim Endeksi sonuçları toplam sanayi üretiminin 2004 yılının Ocak-Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 13,2 oranında arttığını göstermektedir. İmalat sanayii üretimi ise aynı dönemde yüzde 14,6 oranında artarak sanayi üretiminin büyümesine yüksek bir oranda katkı sağlamıştır. Verimlilik artışları ve birim ücretlerdeki olumlu seviye ile yakalanan yüksek ihracat performansı sanayi üretimindeki artışların temel belirleyicisi olmaya yılın ilk yarısında da devam etmektedir. Özellikle dayanıklı tüketim mallarına yönelik iç talep canlanması da üretim artışlarını desteklemektedir.

2004 yılının Ocak-Haziran döneminde hızlı üretim artışlarına paralel olarak imalat sanayi kapasite kullanım oranları yüksek seviyelerini korumuştur. DİE tarafından açıklanan verilere göre, toplam imalat sanayii sektöründe kapasite kullanım oranı 2004 yılının ilk altı ayında ortalama yüzde 79,7 olarak gerçekleşmiştir. Ana metal ve makine-teçhizat gibi kilit sektörlerde kapasite kullanım oranlarının bulunduğu yüksek seviye, yatırım harcamaları açısından olumlu sinyal vermeyi sürdürmektedir. Bunun yanı sıra, 2004 yılında da lokomotif sektörlerin başında gelen taşıt araçları imalatı kapasite kullanım oranları yüksek

ihracat performansının yanı sıra canlanan iç talep doğrultusunda artmaya devam etmektedir. Ancak, başta otomobil olmak üzere taşıt araçlarına yönelik talebin bu sektördeki göreceli fiyat düşüklüğünden kaynaklanması ve kapasite kullanım oranının henüz üretim seviyesini zorlayacak bir düzeye ulaşmamış olması kısa dönemde fiyatlar üzerinde baskı yaratmaksızın üretim artışlarının sürdürülebileceğine işaret etmektedir.

#### III.4. Maliyet Baskısı

2004 yılının ilk üç aylık döneminde imalat sanayii üretimde çalışılan saat başına reel ücret endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 0,6 oranında yükselmiş, buna karşılık çalışılan saat başına verimlilik ise aynı dönemde yüzde 8,6 oranında artış göstermiştir (Tablo III.4.1). Özel imalat sanayi birim reel ücret endeksi ise bu dönemde de düşük seviyesini korumuştur (Grafik III.4.1). 2004 yılının ikinci üç aylık ilişkin üretim verileri, verimlilik artışlarının ve reel birim ücretlerdeki düşük düzeyin sürdüğüne işaret etmektedir. Bu durum, ekonomide gözlenen hızlı üretim artışları nedeniyle fiyatlar üzerinde oluşabilecek kapasite yönlü baskıları azaltmaktadır (Kutu III.1).



2004 yılına ilişkin olarak kamu kesiminde çalışan memur maaş ve işçi ücret artışları enflasyon hedefiyle uyumlu olarak belirlenmiştir. Kamu işçilerine 2004 yılı ikinci yarısı için, ilk yarıda olduğu gibi, yüzde 5 oranında zam yapılmıştır.<sup>1</sup> Memur maaşlarına 2004 yılının birinci yarısı

<sup>1</sup> Ancak, yılın ikinci yarısı için DİE tarafından açıklanan TÜFE enflasyon oranının yüzde 5'i aşması halinde, aşan kısım 31.12.2004 tarihindeki ücretlere ilave edilecektir.

için yüzde 6 oranında zam ve Ocak ayında da bir defaya mahsus olmak üzere 160 milyon Türk lirası tutarında ekstra bir ödeme yapılmıştı. 2004 yılının ikinci yarısı için ise yüzde 6 oranında zam yapılmıştır. Asgari ücrete ise, 2004 yılının ilk yarısında yapılan yüzde 38,2 oranındaki zammın ardından ikinci yarı için yüzde 5 oranında zam yapılmıştır. Özel sektör ücret artışlarında da kamu kesimi gelirler politikasının temel alınması nedeniyle, 2004 yılı ücret artışlarının maliyet yönlü bir baskı yaratması beklenmemektedir.

Son dönemde gözlenen yüksek verimlilik performansı firmaların üretim maliyetlerinin düşmesine katkıda bulunmaktadır. Verimlilik artışının önümüzdeki dönemde de reel ücretlerdeki artışın üzerinde kalmaya devam edeceği, dolayısıyla firmaların ihracat piyasasındaki rekabetçi konumlarını koruyacağı ve birim emek maliyetinin fiyatlar üzerinde bir baskı unsuru oluşturmayacağı düşünülmektedir. Dolayısıyla, 2004 yılının ikinci yarısında da reel birim ücretlerdeki düşük seviyenin iç piyasada fiyat artışlarını sınırlandırırken, ihracattaki artışlarının da temel belirleyicisi olmaya devam etmesi beklenmektedir.

Öte yandan, Türk lirasının yabancı para birimleri karşısındaki güçlü konumu toplam ithalatın önemli bir bölümünü oluşturan ara malı ve yatırım malları açısından düşünüldüğünde ithal girdi maliyetlerini olumlu etkilemektedir. Ancak, ana metal ve petrol ürünleri sektörlerinde temel girdi olarak kullanılan hammaddelerin uluslararası fiyatlarındaki yükseliş, ilerleyen aylarda enflasyon üzerinde maliyet kaynaklı baskıların oluşabileceğine işaret etmektedir. Nitekim, petrol fiyatlarında uluslararası piyasalardaki yükseliş Mayıs ve Haziran aylarında kısmen iç piyasaya yansıtılmıştır.

Tablo III.4.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri  
(Bir Önceki Yılın Aynı Dönemine Göre Yüzde Değişim)

	2002		2003				2004	
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	
<b>İstihdam<sup>(1)</sup></b>	0,6	5,1	1,8	1,4	-0,5	1,8	0,6	
Kamu	-9,1	-4,1	-6,5	-5,3	-10,7	-6,8	-13,7	
Özel	2,3	6,3	3,1	2,4	0,9	3,1	2,4	
<b>Ücret<sup>(2)</sup></b>	-5,4	-0,9	-5,3	-3,8	2,4	-1,9	0,6	
Kamu	1,4	-2,5	-8,9	-8,5	-1,1	-5,3	2,9	
Özel	-4,2	0,9	-2,7	-1,1	5,1	0,6	2,9	
<b>Verimlilik<sup>(3)</sup></b>	8,6	5,1	3,5	8,6	11,4	7,2	8,6	
Kamu	16,4	4,8	8,2	8,4	11,3	8,1	15,0	
Özel	7,8	6,0	3,5	9,4	12,4	7,9	9,1	
<b>Kazanç<sup>(4)</sup></b>	-8,0	-5,4	-10,6	-8,2	-0,9	-6,3	2,1	
Kamu	-2,1	-3,5	-12,2	-11,0	4,1	-5,6	0,6	
Özel	-6,8	-4,2	-8,4	-5,8	-0,1	-4,7	5,8	

(1) DİE İmalat Sanayiinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100

(2) DİE Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100

(3) DİE Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100

(4) DİE Dönemler İtibarıyla Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100



## KUTU.III.1. TÜRKİYE İÇİN ÜRETİM AÇIĞININ ÖLÇÜLMESİ

Merkez bankaları açısından fiyatlar üzerindeki aşağı veya yukarı yönlü baskıları öngörebilmek, politika kararlarının şekillendirilmesinde önem taşımaktadır. Bu çerçevede, ileriye yönelik bir bakış açısıyla fiyat istikrarı odaklı bir para politikası uygulayan merkez bankaları, fiyatların gelecek dönemdeki seyri hakkında bilgi taşıyan her türlü veriyi takip etmekte ve enflasyonist baskılara ilişkin çeşitli göstergeler üretmektedir.

Gelecek dönem enflasyonuna ilişkin türetilen bilgilerden bir bölümü de ekonomideki arz talep dengesine ilişkin değişkenler olmaktadır. Örneğin, toplam çıktının uzun süre hızla arttığı dönemlerde genelde fiyatlar üzerinde baskı oluşma olasılığının artması, merkez bankalarının üretim seviyesi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi mercek altına almaya yönelmiştir. Sonuç olarak, ekonomideki mevcut üretimin "enflasyonist baskı yaratmayacak olan üretim düzeyi"nden farkı olarak adlandırılan 'üretim açığı' merkez bankaları tarafından düzenli olarak türetilen göstergelerden bir tanesi olmuştur. Bu çerçevede büyüme iktisadi literatüründe kullanılan mutlak anlamda "potansiyel üretim" ile enflasyon dinamiklerinde kullanılan potansiyel üretim arasında önemli farklar bulunmaktadır. Enflasyon dinamikleri açısından potansiyel üretim seviyesi bir ekonomide varolan emek ve sermaye miktarı ile veri teknoloji düzeyi kullanılarak enflasyonda bir artışa neden olmaksızın ulaşılması mümkün olan en yüksek üretim düzeyi olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre, mevcut üretim seviyesinin potansiyel üretimi aştığı durumda ekonomideki üretim kapasitesi zorlanmakta, dolayısıyla girdi maliyetleri ve fiyatlar üzerinde artış yönlü baskı oluşmaktadır. Benzer şekilde, mevcut üretim düzeyinin potansiyel üretimin altında kaldığı durumda, enflasyonda kapasite baskısı kaynaklı bir artıştan söz edilmemektedir. Bu çerçevede 'üretim açığı', ekonomideki kaynak kullanımını ve enflasyon üzerindeki üretim kapasitesi yönlü baskıları yansıtan önemli bir göstergedir. Bu doğrultuda, önümüzdeki dönemde para politikasının nihai çerçevesi olarak benimsenecek enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş sürecinde, Türkiye ekonomisine özgü dinamikler göz önünde bulundurularak, anlamlı bir üretim açığı serisinin türetilmesi üzerine çalışmalar yapılmaktadır.

Potansiyel üretim, dolayısıyla da üretim açığı doğrudan gözlenebilen ve ölçülebilen değişkenler değildir. Bu durum, söz konusu değişkenlerin tahmin edilebilmesi için çeşitli zaman serisi filtreleme tekniklerinin kullanımını gerekli kılmakta, kullanılan tekniklere bağlı olarak da farklı üretim açığı serileri elde edilebilmektedir. Bu çerçevede, üretim fonksiyonu yaklaşımı gibi iktisadi yaklaşımların yanı sıra, tek değişkenli veya çok değişkenli filtreler gibi istatistiki yaklaşımlar da kullanılmaktadır. Örneğin, zaman serilerinin devresel ve trend bileşenlerini ayırtmada kullanılan en yaygın yöntemlerden bir tanesi Hodrick- Prescott (HP) filtresidir. Ancak, HP filtresi özellikle serilerin ayrıştırılmasında tamamen istatistiki bir yöntem olması ve iktisadi bilgi içermemesi konusunda eleştirilmektedir. Bu doğrultuda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından türetilen serilerde, istatistiki yöntemler makroekonomik ilişkilerle desteklenmektedir.

Üretim açığının hesaplanmasında kullanılan yöntem bir Zaman Değişkenli Parametre/Gözlenemeyen Bileşenler Modelinin (Time-Varying Parameter/Unobserved Components Model) İlerletilmiş Kalman filtresi ile tahminine dayanmaktadır. Bu yöntem, gözlenemeyen bir değişken olan potansiyel üretimin (ve üretim açığının) enflasyon, kur dinamikleri ve beklentiler gibi değişkenlerle etkileşiminin Türkiye'ye özgü olarak modellenmesine olanak tanıyarak diğer metodlara göre çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Projede kullanılan model ve yöntemin getirdiği ek avantajlardan birisi, Phillips eğrisi ilişkisinin yanı sıra, üretim açığı serisinin de kendi dinamiklerini ortaya koyan bir model ile açıklanmasıdır. Böylelikle üretim açığı, gerek reel faiz, bekleyişler ve döviz kuru gibi değişkenlerle, gerekse enflasyon ile arasındaki ilişki çerçevesinde türetilmektedir. Kısaca, gözlenemeyen bir değişken olan potansiyel üretimin enflasyon, faiz, döviz kuru ve beklentiler gibi değişkenlerle etkileşiminin Türkiye'ye özgü olarak modellenmesi saf istatistiki yöntemlere oranla önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Projede kullanılan yöntemin daha önceki çalışmalara getirdiği bir başka yenilik ise model parametrelerinin zamana göre değişmesidir. Türkiye gibi sürekli değişen politikaların görüldüğü, ekonomik krizlerin ve yapısal dönüşümlerin sıklıkla yaşandığı bir ülkede iktisadi ilişkilerin istikrarsız olması makroekonomik dinamiklerin zaman içinde değişmesini beraberinde getirmektedir. Bu düşünceyle potansiyel üretimin, İlerletilmiş Kalman filtresi kullanımını gerektiren Zaman Değişkenli Parametre modeli çerçevesinde tahmin edilmesi uygun görülmüştür. Parametrelerin örneklem boyunca her adımda tahmin edilmesine olanak veren bu tanımlama, Türkiye'nin 1990'lı yılların başlarından itibaren geçirdiği yapısal değişim çerçevesinde, makroekonomik değişkenlerin kapasite baskısı üzerinde zaman içinde değişen etkilerinin incelenmesini mümkün kılmaktadır. Bu bilgiler ışığında, Türkiye dinamikleri göz önüne alınarak, üretim açığının tahmininde tek bir modelin yeterli olmayabileceği düşüncesiyle, sonuçları ayrı ayrı takip edilmek üzere, aynı model sınıfına ait üç alternatif model kullanılmıştır. Çıktı açığının hesaplanmasında kullanılan bu üç modelin en genel hali aşağıda yer almaktadır:

## I. Enflasyon-Üretim Açığı Dinamikleri:

$$\pi_t = \alpha_{1,t}\pi_{t-1} + \alpha_{2,t}\pi_{t-2} + \alpha_{3,t}AÇIK_{t-1} + \alpha_{4,t}\pi_t^M + v_t$$

## II. Üretim Ayrıştması:

$$y_t = y_t^* + AÇIK_t$$

## III. Potansiyel Üretim Denklemi:

$$y_t^* = y_{t-1}^* + \mu_{t-1} + \eta_t$$

## IV. Potansiyel Üretim Büyüme Oranı Denklemi:

$$\mu_t = (1 - \rho_t)\mu_0 + \rho_t\mu_{t-1} + \varepsilon_t$$

## V. Üretim Açığı Dinamikleri:

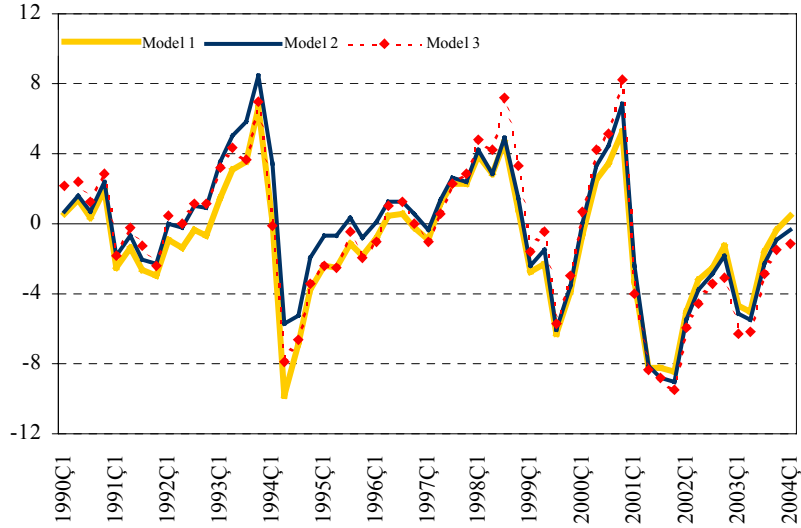
$$AÇIK_t = \gamma_{1,t}AÇIK_{t-1} + \gamma_{2,t}r_t + \gamma_{3,t}DI_t + \gamma_{4,t}TRQ_t + \zeta_t$$

Bu en genel modelde  $\pi$  mevsimsellikten arındırılmış tüketici fiyat enflasyonunu,  $açık$  denklem sistemi çerçevesinde türetilen üretim açığını,  $\pi^M$  Türk Lirası cinsinden ithalat fiyat enflasyonunu,  $y$  mevsimsellikten arındırılmış gayri safi yurt içi hasılayı,  $y^*$  gözlenemeyen potansiyel üretimi,  $\mu$  potansiyel üretim büyüme oranını,  $r$  reel faiz oranını,  $TRQ$  nominal döviz kurunun uzun dönemli eğiliminden arındırılmış kısa dönem hareketini,  $DI$  ise TCMB İktisadi Yönelim Anketi'nden türetilen üretici kesimin talep tarafıyla ilgili beklentilerini yansıttığı düşünülen talep endeksinin temsil etmektedir.

Geçmiş dönemlerde başarısızlıkla sonuçlanan makroekonomik istikrar programlarının yanı sıra ücretlerde geriye dönük endeksleme davranışının güçlü olması ve uzun süre uygulanan sabit kur rejimleri çerçevesinde enflasyona bağlı kur ayarlamaları gibi faktörler enflasyonda atalet oluşturmakla kalmayıp döviz kurunu da tarihsel olarak enflasyonun önemli belirleyicilerinden biri haline getirmiştir. Birinci denklem üretim açığı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bir tür "Phillips eğrisi" denklemdir. Enflasyon oranının gecikmeli değerleri enflasyonist ataleti, ithalat fiyat enflasyonu ise döviz kurunun fiyatlar üzerindeki geçişkenliğini (exchange-rate-pass-through) yansıtmaktadır. İkinci denklem, üretimi devresel ve potansiyel bileşenlerine ayırıştıran bir denkleme ifade etmektedir. Üçüncü denklem, potansiyel üretimin seviyesine gelen şokların kalıcı olduğu ve potansiyel üretim büyüme oranının zamana göre değiştiği potansiyel üretim denklemdir. Dördüncü denklem, uzun-dönem potansiyel üretim büyüme oranının  $\mu_0$  olarak tanımlandığı stokastik bir süreci ifade etmektedir. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sıkça değişen makroekonomik politikalar ve yaşanan ekonomik krizler nedeniyle potansiyel üretim önemli büyüklükte şoklara maruz kalmaktadır. Bu doğrultuda, modelde potansiyel üretim büyüme oranının zamana göre değişebilmesi, teknoloji ve verimlilik şokları gibi faktörlerin göz önüne alınabilmesine olanak tanımaktadır. Son denklemde ise, üretim açığını açıklamakta reel faizin yanı sıra, Türkiye ekonomisine özgü dinamikler çerçevesinde bekleyişler ve geçici döviz kuru hareketleri gibi değişkenler ele alınmıştır. Böylelikle, Türkiye'de üretim dinamiklerinin önemli belirleyicilerinden bekleyişler kanalı da modele dahil edilmiştir. Döviz kuru hareketleri ise döviz kurunun uzun-dönem denge değerinden saptığı dönemlerde arz ve talep dengesinin değişebileceği yaklaşımından hareketle alternatif olarak modelde yer almıştır.

Gerçekleşen üretim ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark olarak tanımlanan ve Türkiye ekonomisi için tahmin edilen üretim açığı serilerinin tarihsel olarak makroekonomik gelişmeler ile uyumlu ve tutarlı olduğu görülmektedir. Özellikle 1994, 1999 ve 2001 yıllarında yaşanan ciddi ekonomik krizler sonucunda gerileyen üretim faaliyetlerinin, söz konusu dönemlerde üretimin potansiyelin altına düşmesine sebep olduğu görülmektedir. Kura dayalı istikrar programının uygulandığı 2000 yılında gözlenen ekonomik canlanma ile birlikte enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek üretim düzeyinin aşıldığı görülmektedir. Ekonomik faaliyetlerde gözlenen bu canlılık Türkiye ekonomisinde yaşanan en ağır kriz olarak nitelendirilebilecek Şubat 2001 krizi ile kesintiye uğramıştır. İç talebin hızla daralmasına yol açan ve bilançolarında önemli tahribat yaşayan banka ve firma ile birlikte birçok üretim biriminin kapanmasına sebep olan bu krizin yıkıcı etkilerinin oldukça yavaş bir biçimde azaldığı ve son dönemde ekonominin yeniden potansiyel üretim kapasitesine yakınsadığı görülmektedir.

Burada vurgulanması gereken nokta, üretim açığı serilerinin gözlenemeyen seriler olmaları sebebiyle yüksek belirsizlik içermeleridir. Nitekim, üç farklı modelden türetilen üretim açığı serileri, dönüm noktaları itibarıyla benzer eğilim sergilemelerine rağmen, seviye itibarıyla farklılık göstermektedir. Son döneme ilişkin tahminlere göre, Model 1 diğer iki modele kıyasla daha yüksek bir kapasite baskısına işaret etmektedir. Öte yandan, türetilen diğer üretim açığı serileri ise 2004 yılının birinci çeyreği itibarıyla üretimin hala potansiyel düzeyinin altında olduğunu göstermektedir (Grafik 1).

Grafik 1. Alternatif Modeller Çerçevesinde Üretim Açığı Serileri<sup>1</sup>

Türkiye ekonomisinin bir geçiş döneminde olması ve son dönemde makroekonomik ilişkilerin değişime uğraması, hali hazırda geçerli olan dinamiklere dair belirsizlikleri artırmaktadır. Bu çerçevede, farklı modellerin bir arada takip edilmesi, gözlenemeyen bir değişken olan üretim açığının daha doğru bir şekilde değerlendirilmesine olanak tanıyacaktır.

Öte yandan, üretim açığının Şubat 2001 ekonomik krizi sonrasında yavaş bir biçimde toparlanması, bu dönemde enflasyondaki düşüşte önemli pay sahibi olmuştur. Ancak, son dönem itibarıyla üretim açığı tahminleri, mevcut üretim düzeyinin son üç yılda enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının önümüzdeki dönemlerde aynı boyutta olmayacağını göstermektedir. Yine de mevcut durumda, üretim açığı tahminlerine ek olarak, verimlilik artışlarının ve birim maliyetlerdeki olumlu seviyenin sürdüğü göz önüne alındığında, mevcut üretim düzeyinin fiyatlar üzerinde halen ciddi bir baskı unsuru yaratmadığı düşünülmektedir.

Bu bilgiler ışığında, doğrudan gözlenemeyen bir değişken olan üretim açığının, ekonomideki mevcut kaynak kullanımının üretim kapasitesini ne ölçüde zorladığına ilişkin izlenecek *göstergelerden yalnızca biri* olduğu unutulmamalıdır. Nitekim, bu amaçla imalat sanayii kapasite kullanım oranları ve enflasyonu hızlandırmayan işsizlik oranı (NAIRU) ile gerçekleşen işsizlik oranı arasındaki fark olarak tanımlanan işsizlik açığı ve iş gücü piyasasındaki gelişmeler de bilgi setine dahil edilmektedir. Ayrıca, ücretler, döviz kurları, enerji fiyatları gibi maliyet unsurlarının yanı sıra verimlilik gelişmeleri de diğer öncü göstergeler ile birlikte değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, üretim açığı hesapları gelecek dönemlere ilişkin enflasyonist baskıların öngörülebilmesi amacıyla para politikası kararlarının dayandığı bilgi setine giren değişkenlerden sadece bir tanesi olmaktadır. Önümüzdeki dönemde de para politikasını gelecek dönem enflasyonuna odaklı olarak yürütecek olan Merkez Bankası, istatistiksel bilgi tabanı ile öngörü ve politika analiz modellerinin geliştirilmesine yönelik çalışmaları sürdürecektir, gerekirse üretim açığı serisinin farklı modellerle desteklenen türevlerini geliştirecek ve gelişmeleri kamuoyu ile paylaşmaya devam edecektir.

<sup>1</sup> Alternatif modelleri tanımlayan kısıtlar şunlardır:

Model (1): Kısıtlanmamış model

Model (2):  $\gamma_{4,t} = 0$

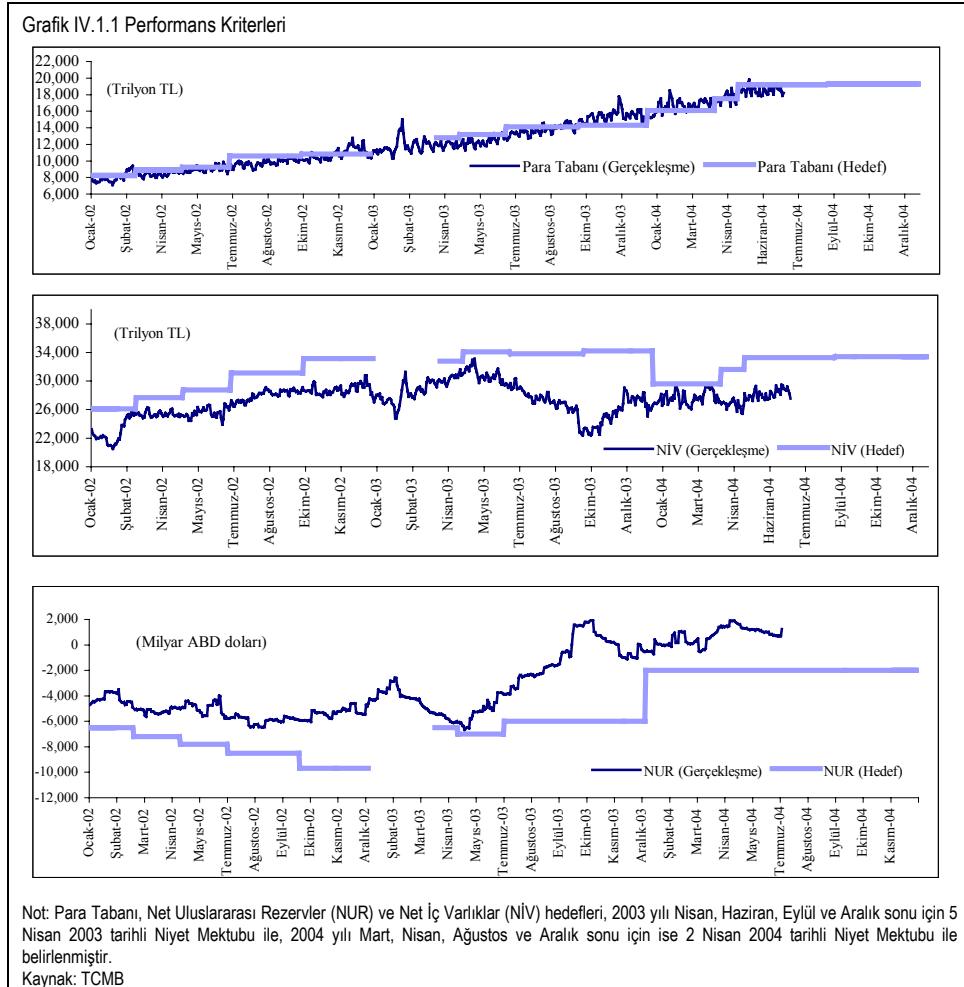
Model (3):  $\gamma_{3,t} = \gamma_{4,t} = 0$

## IV. Mali Piyasalardaki Gelişmeler

### IV.1. TCMB Para ve Kur Politikası Gelişmeleri

TCMB para politikası, yüzde 12’lik yılsonu enflasyon hedefine odaklı “örtük enflasyon hedeflemesi” politikası çerçevesinde yürütülmekte, ancak, finansal istikrarın sağlanması konusunda gerekli önlemler de alınmaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı bu sistemde, IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde belirlenen parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefler de yakından izlenmektedir. Bu çerçevede, 2 Nisan 2004 tarihli Niyet mektubu ile Nisan ayı sonu Para Tabanı ve NUR için performans kriteri niteliğinde, NİV için ise gösterge niteliğinde hedefler belirlenmiştir. NUR ve NİV belirlenen sınırlar içinde kalırken, Para Tabanı belirlenen düzeyin bir miktar üzerine gerçekleşmiştir (Grafik IV.1.1).

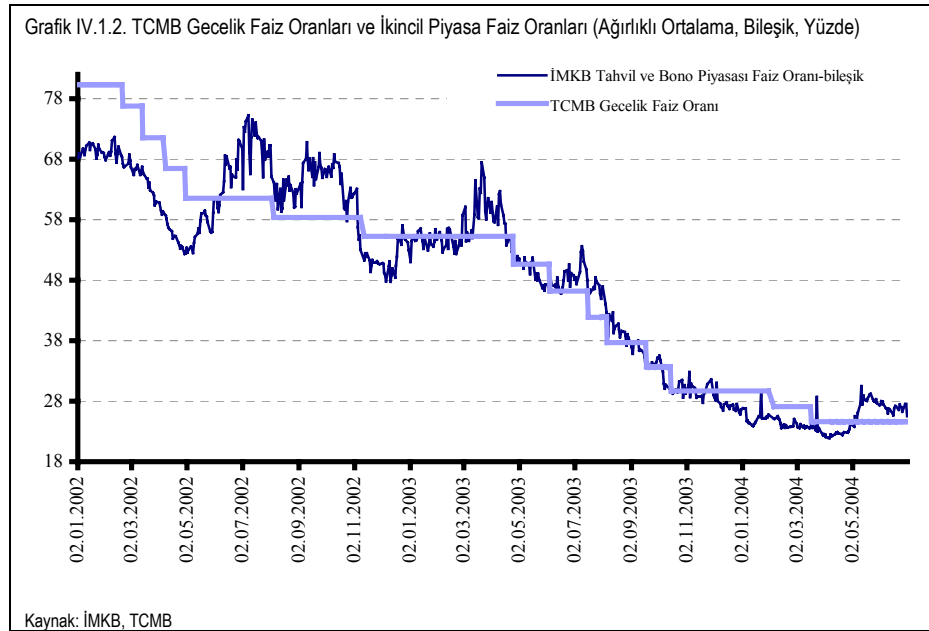
TCMB para politikası, yüzde 12’lik yılsonu enflasyon hedefine odaklı “örtük enflasyon hedeflemesi” politikası çerçevesinde yürütülmekte, ancak, finansal istikrarın sağlanması konusunda gerekli önlemler de alınmaktadır.



Para Tabanındaki bu hızlı artışın nedenleri ve etkileri daha önceki raporlarda detaylı bir şekilde işlenmiştir. Özellikle, enflasyonist beklentilerdeki iyileşme ve enflasyon, döviz kuru ve faiz oranlarındaki düşümlere bağlı olarak para talebinde meydana gelen artışlardan kaynaklanan bu genişlemenin, birincil amaç olan fiyat istikrarı ile çelişmediği ve yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılması konusunda bir tehdit oluşturmadığı belirtilmiş, ayrıca, reel faizlerin hala yüksek seviyelerde seyrettiği göz önüne alınarak, sıkı para politikasının devam ettirildiği de vurgulanmıştır. Nitekim, gerçekleşen enflasyon verileri bu değerlendirmeleri doğrular niteliktedir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemlerde de benzer eğilimler devam edebileceği için, IMF ile yürütülen program çerçevesinde izlenen bu hedeflerin yeniden belirlenmesi söz konusu olabilecektir.

Para politikasının uygulanmasında Para Tabanı hedefi nominal çapa işlevi görmekle birlikte, TCMB, temel para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır.

Para politikasının uygulanmasında Para Tabanı hedefi nominal çapa işlevi görmekle birlikte, TCMB, temel para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmakta, faiz oranlarına ilişkin kararlarını ise fiyat istikrarı temel hedefine yönelik olarak gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirmek suretiyle almaktadır. İç ekonomik göstergeler ve bunlara ilişkin beklentiler, olası dışsal şokların analizi ile kurum içinde yapılan enflasyon tahminlerinin hepsi faiz kararı alınırken değerlendirilen göstergelerdir. Bu çerçevede, TCMB gecelik faiz oranları son olarak 17 Mart 2004 itibarıyla yüzde 22 olarak belirlenmiştir (Grafik IV.1.2).



Ekonomik programın uygulanmasına devam edileceği, mali disiplinden ve yapısal reformlardan sapma olmayacağına dair inanç devam etmekle birlikte, kuşkusuz enflasyon hedefine ulaşılması konusunda TCMB'nin kontrolü dışında hala bazı risk unsurları bulunmaktadır. Bu risklerin gerçekleşmesi durumunda TCMB'nin faiz artırımına gitmesi söz konusu olabilecektir.

TCMB faiz oranları ile ikincil piyasa faiz oranları arasındaki ilişki, piyasa oyuncularının risk algılamaları konusunda önemli ipuçları vermektedir. İkincil piyasa faiz oranları ile TCMB faiz oranları arasındaki paralel seyir risk algılamalarının değiştiği dönemlerde bozulabilmektedir. Nitekim, yılın ilk çeyreğinde, mevcut ekonomik programın olumlu gidişatına paralel olarak ekonomiye olan güvenin artmasıyla piyasa faiz oranları TCMB faizlerinin altında seyretmekte iken, Nisan ayında Kıbrıs'ta gerçekleştirilen referandumla ilgili tartışmalarla birlikte bu eğilim tersine dönmüş, ABD Merkez Bankası'nın faizleri artırımına ilişkin beklentilerin güçlenmesiyle de belirgin bir yükseliş eğilimi göstermiştir.

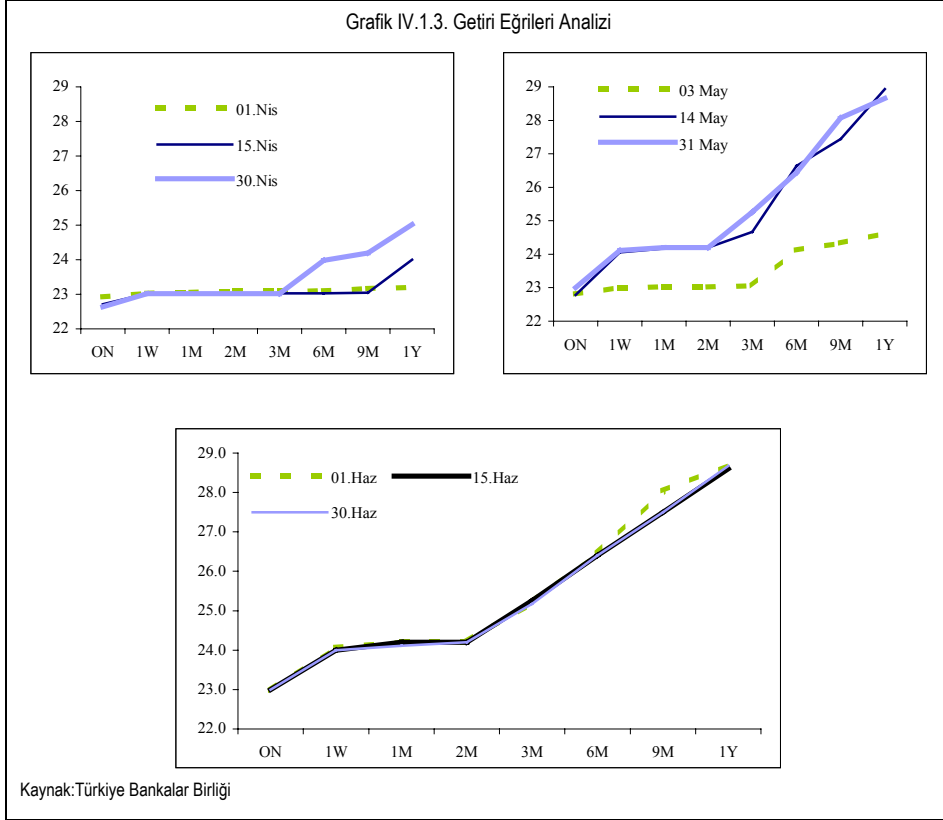
ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımına gidip gitmeyeceği ve olası bir faiz artırımının büyüklüğü ile ilgili beklentiler geçtiğimiz günlerde risk algılamalarını en fazla etkileyen gelişme olmuştur. Kuşkusuz, uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtların kalkması ve finansal piyasalar arasındaki bütünleşmenin artması gelişmekte olan piyasa ekonomilerini sanayileşmiş ülkelerdeki ekonomik gelişmelere ve politika kararlarına karşı duyarlı hale getirmiştir. Bunlar arasında ABD'nin rolü, gerek ABD dolarının yaygın bir değer biriktirme aracı olması gerekse çoğunlukla ticari ve kredi işlemlerde geçerli para birimi olarak kabul edilmesi nedeniyle, diğer gelişmiş ülkelere kıyasla daha farklı özellikler taşımaktadır. Bu nedenle ABD'de olası bir faiz artırımını Türkiye'nin de içinde yer aldığı gelişmekte olan ülkelere fon çıkışlarının olabileceği kaygılarını artırmıştır. Bu itibarla Nisan ayından itibaren ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımına ilişkin olası kararı TCMB tarafından dikkatle izlenmiş ve önceki raporda kamuoyu bu artırımın olası etkileri ile ilgili aydınlatılmıştır. Bu çerçevede, olası ABD faiz artırımının ardından gerçekleşebilecek risk primi artışı sonucunda bir miktar sermaye kaçıışı gözlenmesi beklenmekle birlikte, ekonomik programa bağlı kalınacağı ve yapısal reformların kararlılıkla sürdürülerek ekonomik temellerin sağlamlaştırılacağı varsayımı altında, orta vadede Türk lirasının güçlü pozisyonunu koruyacağı belirtilmiştir. Nitekim, uluslararası piyasalarda kullanılan ülke risk primi göstergesinin söz konusu dönemde hızla yükselmiş olmasına rağmen, Haziran ayı sonunda ABD Merkez Bankası'nın faiz oranlarını 0,25 puan artırımının ardından gözlenen gelişmeler, beklendiği gibi Türk lirasının güçlü

pozisyonunu koruması yönünde olmuştur. TCMB içinde yürütülen ampirik çalışmalarda, Türkiye’de TL/USD kuru, risk primi, faizler ve sermaye hareketleri üzerinde, temel ekonomik dengelerdeki gelişmelerin yanında, ABD para politikası kararlarının da önemini vurgulayan sonuçlara ulaşılmıştır (Kutu IV.1). Bu çerçevede kamu dengesinin ve cari işlemler açığının sürdürülebilirliği ülke riski ve sermaye girişleri açısından daha fazla önem atfedilen göstergelerdir.

Ayrıca, tüketici kredilerindeki artışın etkisiyle bankacılık kesimindeki likidite fazlasının önceki dönemlerdeki kadar yüksek olmaması, cari işlemler açığı rakamları ile ilgili olumsuz değerlendirmeler, IMF ile Şubat 2005’de sona erecek olan programın ne şekilde devam ettirileceğine dair kaygılar, zaman zaman yaşanan iç politik tartışmalar ve uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarının yükselmesi, ikincil piyasa faiz oranlarının yüksek seviyelerini korumasına neden olan diğer gelişmeler olmuştur. Öte yandan, piyasanın yakından takip ettiği IMF ile 8. gözden geçirme çalışmalarının tamamlanmasına ilişkin olumlu açıklamalar, AB’nin Türkiye ile müzakereler için tarih vereceğine yönelik beklentilerin güçlenmesi, OPEC’in petrol arzını artırabileceğine dair açıklamaları, ekonomik büyüme ve enflasyon rakamlarının hedeflendiğinden daha iyi bir performans sergilemesi ve özellikle Haziran ayı sonunda ABD Merkez Bankası’nın faiz oranlarını sınırlı bir oranda artırması piyasalardaki gerginliği azaltan gelişmeler olmuş, buna bağlı olarak faiz oranları görece olarak daha düşük seviyelere gerilemiştir.

Başka bir açıdan değerlendirmek gerekirse, risk algılamalarındaki değişimin etkileri getiri eğrileri yoluyla da analiz edilebilir (Grafik IV.1.3). Nisan ayı boyunca kısa ve orta vadeli faiz oranları Mart ayı sonundaki değerlerini önemli ölçüde korurken, uzun vadeli faiz oranları ay ortasında belirginleşen bir artış göstermiştir. Diğer dikkat çekici nokta ise, getiri eğrilerinin kırılma noktasında gözlenen kısalmadır. Nisan ayı başında yatay olan getiri eğrisi, ay ortasında pozitif eğimli hale dönmüş ve kırılma noktası 9 ay olarak gerçekleşmiştir. Bununla beraber, yukarıda bahsedilen olumsuz gelişmelere bağlı olarak, kırılma noktası ay sonu itibarıyla kısalarak 3 aya düşmüştür. Mayıs ayında ise, kırılma noktasının 2 aya kadar düşmesi yanında, getiri eğrileri gecelik vade dışındaki tüm vadelerde yukarı yönlü hareket etmiştir. TCMB kontrolünde olan kısa vadeli faiz oranlarının ve ayın ilk yarısındaki enflasyon beklentilerinin değişmediği, ayın ikinci yarısındaki enflasyon beklentilerinin ise bir miktar yükseldiği bir ortamda, getiri eğrilerinin eğiminin ve eğriliğinin yanında, düzeyindeki bu artış risk algılamalarındaki artışa paralel olarak tüm vadelerdeki risk priminin artması şeklinde yorumlanmaktadır. Haziran ayı boyunca getiri eğrileri

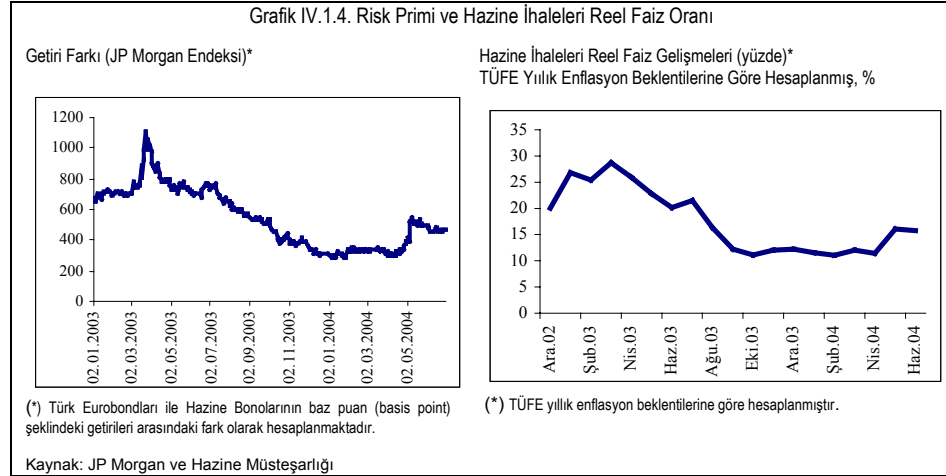
Mayıs ayı sonundaki düzey, eğim ve eğriliğini korumuş görünmektedir. Bu eğilimin yukarıda sözü edilen ve piyasalarda dalgalanmalara yol açan olumsuz gelişmelerin ortadan kalkmasına rağmen devam etmesi, ekonomik programın, yapısal reformların ve mali disiplinin sürdürülebilirliğine ilişkin beklentilerin risk priminde aşağı yönlü bir atalet yarattığını düşündürmektedir.



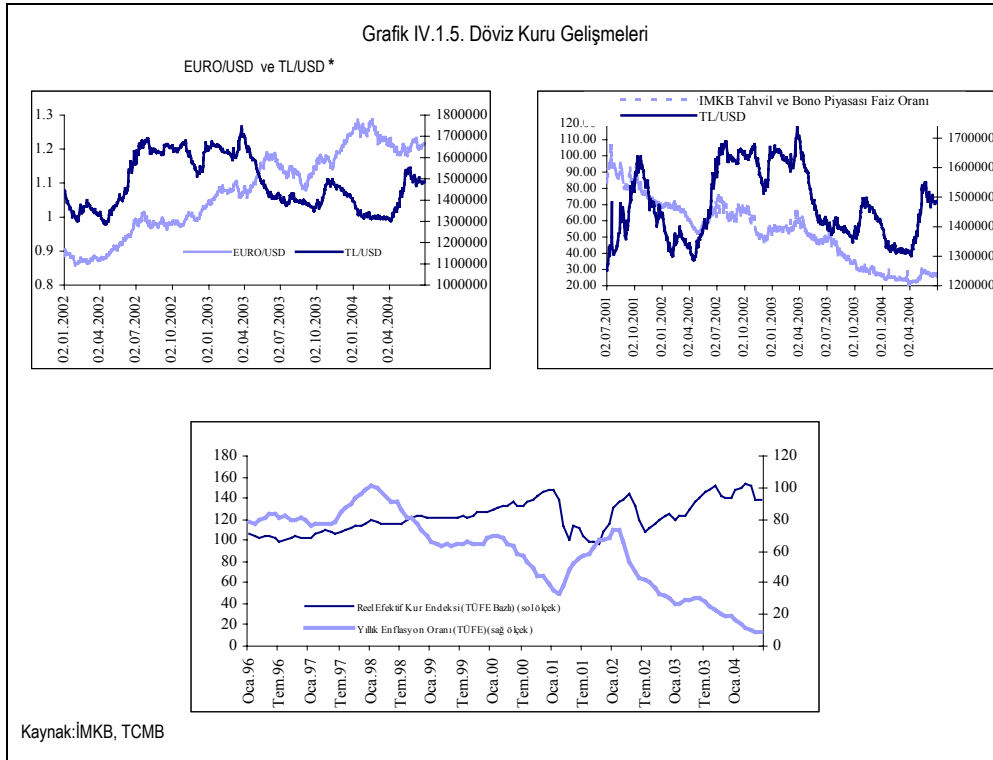
Bu gelişmelere paralel olarak Hazine ihalelerinde gerçekleşen ağırlıklı ortalama bileşik faiz oranları Mayıs ayında önemli bir artış göstermiş, ancak Haziran ayında yeniden düşme eğilimine girmiştir. Reel olarak ise faizler hala yüksek seviyelerini korumaktadır. Reel faizlerin belirlenmesinde risk primi en önemli unsurlardan biridir. Ekonomik programın sürdürüleceğine dair olumlu bekleyişler ve mali disiplinin sağlanması yolunda atılan adımlar risk algılamalarının önemli oranda gerilemesine neden olmuştur. Ancak, mevcut programın uygulanmasının ya da belirlenen hedeflere ulaşılmasının risk altında olduğuna dair şüphelerin yaygınlaşmasına yol açan iç ve dış gelişmeler reel faizlerin düzeyini yukarı çekmektedir. Buna paralel olarak, genellikle ülke için risk primini ölçmede başvurulan ve uluslararası piyasalarda ihraç edilen uzun vadeli devlet tahvilleri ile aynı vadeli referans tahvillerin faiz oranı



arasındaki fark şeklinde hesaplanan faiz marjı da (spread) yükselmekle birlikte Haziran ayında düşmeye başlamıştır (Grafik IV.1.4).



Önceki paragraflarda sözü edilen ve risk algılamaları üzerinde etkili olan iç ve dış gelişmeler döviz kurları üzerinde de etkili olmuştur. Nisan ayı başlarından itibaren döviz kurları hızla artmaya başlamıştır. Merkez Bankası programda açıklanan kur politikasının bir parçası olarak devam ettirdiği döviz alım ihalelerinde geçerli olan miktarı, döviz arz fazlasındaki azalmaya istinaden, 14 Nisan 2004 tarihinden itibaren düşürmüştür, 27 Nisan 2004 tarihinden itibaren ise ihalelere ara verilmiştir. Ancak başta ABD faiz oranları ile ilgili beklentiler olmak üzere piyasalarda tedirginlik yaratan ve yukarıda kısaca değinilen iç ve dış gelişmelerin etkisi ve para ikamesi sürecinin neden olduğu döviz likiditesindeki daralma nedeniyle döviz kurlarında meydana gelen aşırı oynaklık üzerine Merkez Bankası 11 Mayıs 2004 tarihinde doğrudan satım müdahalesinde bulunmuştur. Sonraki dönemde döviz kurları aşağı doğru hareket etmeye başlamıştır. Kuşkusuz ABD faiz oranları, AB açıklamaları, ekonomik performansın umut verici olması ve turizm mevsimi nedeniyle döviz girişlerinin bu düşüş trendini destekleyen unsurlardır (Grafik IV.1.5).



Enflasyon hedefi açısından önümüzdeki dönemde kur ve faiz dinamiklerine baktığımızda hedefe ulaşılmasını engelleyecek gelişmeler beklenmemektedir. Öncelikle, TCMB Beklenti Anketi Temmuz ayı birinci dönem verilerine göre, yıl sonu para piyasası gecelik yıllık basit faiz oranı yüzde 18,6 ve üç aylık Hazine ihalesinde gerçekleşecek yıllık bileşik faiz oranı yüzde 19,9 olarak beklenmektedir. Söz konusu rakamların cari gerçekleşmelerin altında olması, ekonomik birimlerin de önümüzdeki döneme dair iyimser beklentiler içinde olduklarını göstermektedir. Büyüme, bütçe ve enflasyondaki iyi performans, turizm sezonu ve sermaye girişlerinin artmaya başlaması ve AB konularındaki olumlu gelişmelerin bu iyimser beklentileri desteklemesi kaçınılmazdır. Ancak, ekonomik ajanlar IMF ile yürütülen 8. gözden geçirme çalışmalarının sonuçlarını takip etmekte, özellikle Şubat 2005 sonrasında uygulanacak politikaların biran önce açıklığa kavuşturulmasını beklemektedir. Bu nokta, yaşanan olumlu gelişmelerin etkilerinin görülmesini engelleyici bir rol oynayabilecektir.

Enflasyon hedefi açısından önümüzdeki dönemde kur ve faiz dinamiklerine baktığımızda hedefe ulaşılmasını engelleyecek gelişmeler beklenmemektedir

#### IV.2. Bankacılık ve Kredi Gelişmeleri

Uluslararası faiz oranlarının düşük seviyelerini koruması dış finansman için uygun bir ortam yaratmaktadır. IMF World Economic Outlook (Nisan) raporuna göre, 2003 yılında olduğu gibi 2004 yılında da gelişmekte olan ülkelere olan fon akımlarının artış eğilimini sürdürmesi beklenmektedir (Tablo IV.2.1). Nitekim, yükselen piyasa ekonomilerine

olan uluslararası kurumsal yatırımların artması, söz konusu ekonomiler için mevcut koşullarda görünümün olumlu olmasına yol açmaktadır. Ancak, uluslararası kurumsal yatırımcıların gelişmiş ülke piyasalarından düşük faiz oranlı ve kısa vadeli olarak borçlanıp (carry trade), bu fonlar ile Türkiye benzeri gelişmekte olan ekonomilerde yüksek getirili varlıklara yatırım yapmaları ve bu kuruluşların yüksek borçlulukları (leverage position) önemli bir risk olarak ortaya çıkmaktadır. Bu dönemde, kısa vadeli sermaye girişlerinin devam etmesi ve arzı sabit varlıkların fiyatları üzerinde yukarı doğru bir baskı oluşturması, yükselen piyasalar üzerinde ABD faiz kararlarının etkisini artırmaktadır.

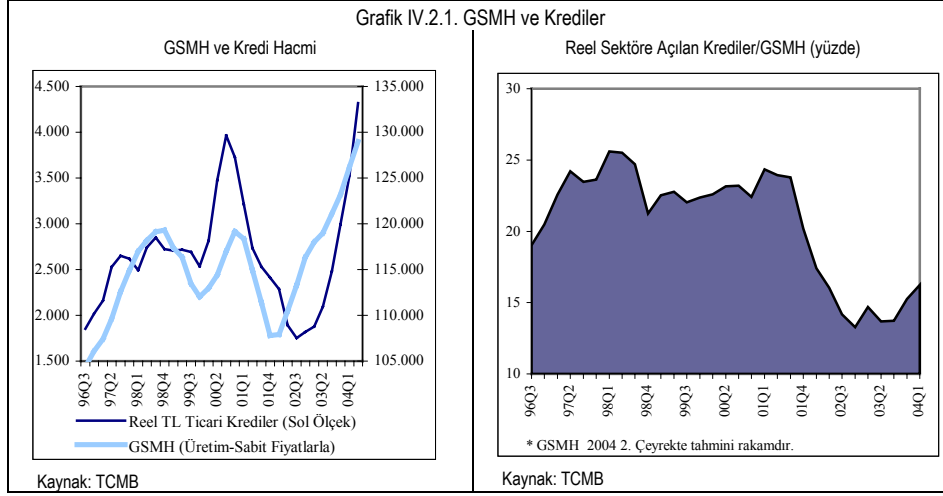
Tablo IV.2.1 Gelişmekte Olan Ülkelere Olan Net Sermaye Akımları  
(Milyar ABD Doları)

	2000	2001	2002	2003	2004*
Toplam Sermaye Akımları	27,7	46,4	50,3	124,0	142,9
Özel Sermaye Akımları	42,2	20,6	47,0	131,2	162,9
Doğrudan Yatırımlar	175,0	189,1	139,3	119,3	135,5
Portföy Yatırımları	6,1	-95,7	-98,6	-87,5	-43,9
Diğer Sermaye Akımları	-139,0	-72,8	6,3	99,3	71,2
Resmi Akımları	-14,5	25,8	3,3	-7,2	-20,0

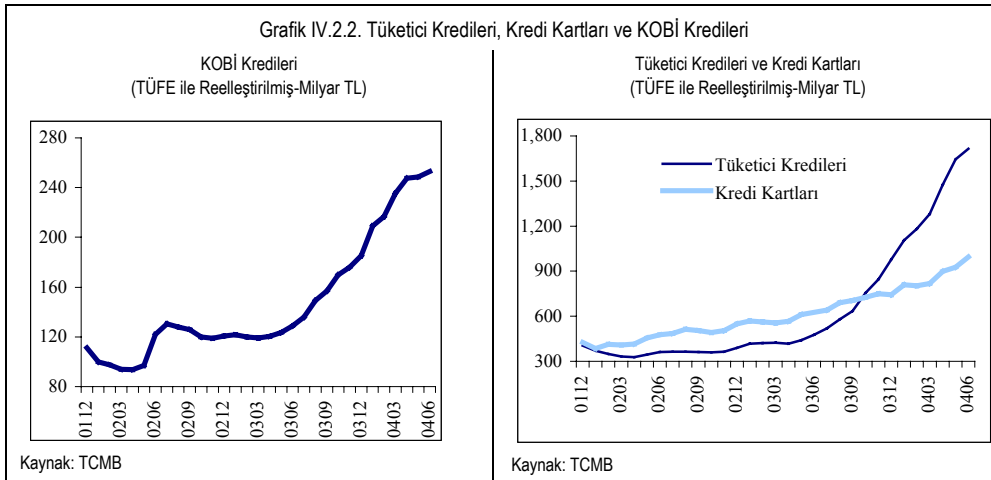
Kaynak: IMF World Economic Outlook (Nisan 2004).  
(\* ) 2004 yılı tahminidir.

Nitekim, Nisan ayından itibaren ABD Merkez Bankası'nın faiz artırma olasılığının ortaya çıkması, piyasalar üzerinde bir belirsizlik yaratmıştır. Bunun sonucunda, tüm yükselen piyasa faiz oranlarında ve döviz kurlarında belli bir yükseliş gözlenmiştir. Ayrıca, Haziran ayının uluslararası kurumsal yatırımcıların ve yerel bankaların bilanço açıkladığı döneme denk gelmesi nedeniyle, uluslararası kurumsal yatırımcıların yükselen piyasalara açmış oldukları pozisyonların bir kısmını kapatmaları ve yerel bankaların kur risklerini sınırlandırmaları faiz ve döviz kurlarındaki bu yükselişe katkıda bulunmuştur.

Ancak, ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımlarının kararlarının, enflasyonist bir baskı oluşmaması durumunda, Haziran ayı sonundaki 0,25 puanlık artış gibi kademeli ve sınırlı ölçüde olacağını açıklanması, uluslararası finansal piyasalardaki belirsizliklerin azalmasına yol açmıştır. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde faiz ve döviz kurlarındaki dalgalanmaların daha sınırlı olacağı beklenmektedir.



2004 yılının ilk beş aylık döneminde, bankalar düşen enflasyon ortamına daha iyi uyum sağlamak için müşteri sayılarını ve bireysel kredi portföylerini genişletmek amacıyla, Küçük ve Orta Boy İşletme (KOBİ) kredileri ile tüketici kredileri ve kredi kartları portföylerini artırmışlardır. Bankaların KOBİ kredilerindeki yüksek artış özel sektör yatırımlarını desteklerken, tüketici kredilerindeki genişleme özel tüketimi desteklemektedir. Ancak, tüketici kredilerinin yüksek artış eğilimini sürdürmesi bankacılık sistemi ve cari işlemler açığı üzerinde kaygıların artmasına yol açmıştır. Haziran ayında ise, gerek kamu bankalarının kredi arzlarını sınırlandırmaları, gerekse tüketici kredisi faiz oranlarındaki yükseliş, tüketici kredilerinin artış hızının yavaşlamasına yol açmıştır (Grafik IV.2.2). Ayrıca, otomobil kredilerinde uygulanan hurda araç indiriminin yüzde 50 oranında düşürülmesi de tüketici kredisi artış hızının yavaşlamasına önemli katkı yapmıştır. Bu gelişmeler, Haziran ayından itibaren tüketici kredilerindeki yüksek artış hızı kaynaklı kaygıların bir miktar azalmasına neden olmuştur.



Tüketici kredilerinin artış hızı Haziran ayında önemli ölçüde yavaşlamış olmasına rağmen, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sürdürülmesi amacıyla yakından takip edilmeye devam edilmektedir.

Önümüzdeki dönemde, tüketici kredilerinin artış hızının enflasyon hedefini tehlikeye düşürmeyecek ve finansal istikrar açısından bir risk yaratmayacak oranda olması beklenmektedir. Özellikle, özel sektöre açılan kredilerin yatırım imkanlarını destekleme olasılığı göz önüne alındığında, bu kredilerin yol açacağı potansiyel üretim artışının da enflasyonist baskıları azaltacağı düşünülmektedir. Tüketici kredilerindeki hızlı artış, iç talep, enflasyon ve cari işlemler açığı açısından mevcut koşullarda bir risk unsuru olarak görülmemesine rağmen, yakından takip edilmeye devam edilecektir.

Ayrıca, Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu (TMSF) kapsamında yer alan Pamukbank'ın Halk Bankası ile birleştirileceğinin açıklanması, sistemdeki temel sorunlardan birinin çözümlenmesi anlamına gelmektedir. Ek olarak, 5 Temmuz 2004 tarihinde, 1994 yılında uygulamaya konulan tasarruf mevduatına olan tam güvence, 50 milyar Türk lirası ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca, 2000 yılı Aralık ayında tasarruf sahiplerinin ve diğer kreditorlerin Türkiye'deki mevduat bankalarındaki tüm alacaklarına ilişkin getirilen ve TMSF kapsamına alınması durumunda yürürlüğe giren geçici tam garanti de 5 Temmuz 2004 tarihinde kaldırılmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, sistemdeki temel yapısal sorunlardan bir kısmı çözümlenmiş olmaktadır.

## KUTU IV.1. ABD PARA POLİTİKASI DEĞİŞİMLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Literatürde ABD para politikası değişimlerinin gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkileri tartışılırken temel olarak üç kanala vurgu yapılmaktadır:

*i. Sermaye Hareketleri Kanalı:* Teorik olarak, yurtdışı faiz oranlarının yurt içi faiz oranlarından daha yüksek olması durumunda, uluslararası yatırımcılar arbitraj imkanlarını tüketinceye kadar, ülkeye sermaye girişinin azalması (ya da sermaye çıkışının olması), faiz oranlarının yükselmesi ve ülke parasının yabancı ülke paraları karşısında değer kaybetmesi beklenir. Bu mekanizmanın tersi de geçerlidir. İlk durumda, sermayenin çıktığı ülkenin dış ticaret dengesi üzerindeki olumsuz etkilerinin görülmesinin yanı sıra, ülkenin iç/dış borcunun güçlü ülke paralarına ya da dünya (dış) faiz oranlarına endeksli olup olmamasına bağlı olarak, bu ülkelerdeki ekonomik politikaların sürdürülemez hale gelmesine ve dolayısıyla krizlerin yaşanmasına neden olacak bir süreç de başlayabilir. Sermaye hareketlerinin belirleyicileri ile ilgili literatürde, sermaye hareketlerinin temelde ülkeye özgü içsel faktörler ve ülkenin kontrolü dışındaki global faktörler tarafından belirlendiği üzerinde durulmakta ve bunlar arasındaki etkileşim incelenmektedir. İçsel faktörler, fonları ülkeye çekmede etkili olan, genellikle ülkedeki yatırım fırsatlarını ve riski etkileyen büyüme, fiyatlar, kamu dengesi gibi makro büyüklükler ve kurumsal düzenlemeleri ifade ederken, dışsal faktörler fonları yükselen ekonomilere doğru iten uluslararası faiz oranları gibi göstergeleri içermektedir. Mody ve diğerleri (2001)<sup>1</sup> Türkiye'nin de içinde yer aldığı 32 gelişmekte olan ülke için yaptıkları ampirik incelemede, global faktörlerin sermaye hareketleri üzerinde güçlü bir etkiye sahip olmakla birlikte, içsel faktörlerin sermaye hareketlerini açıklamada daha baskın olduğunu ileri sürmüştür.

*ii. Risk Primi Kanalı:* Gelişmekte olan ülkeler açısından, ülke riskinin temelde maliye politikasının sürdürülebilirliği ve borç düzeyi tarafından belirlendiği bilinmekle beraber, ABD para politikası değişikliklerinin de (faiz kararlarının) ülke riski ve dolayısıyla iki ülke arasındaki faiz oranları farkı ile ölçülen faiz marjı (spread) üzerinde etkili olduğu öne sürülmektedir. Öncelikle, gelişmekte olan ülkelerde, başta kamu maliyesindeki dengesizlikler olmak üzere, makroekonomik ve politik istikrarsızlığın yaygın olarak görülmesi nedeniyle, bu ülkelerin geri ödememe (default) riskinin yüksek olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla, bu ülkelerin kamu borçlanma senetlerinin getirileri, yatırımcıların olası riskini tazmin edecek şekilde, risksiz ülke (ABD) kamu kağıtların getirilerinden daha fazla artmak zorundadır. İkinci olarak, ABD faiz oranlarındaki bir artış, özellikle ABD doları cinsinden ve kısa vadeli borçlanmış ülkelerin borç yükünü artırarak geri ödeme gücünü olumsuz yönde etkileyecektir. Son olarak, ABD faiz oranlarındaki bir artış yatırımcıların risk alma arzusunu azaltabilecektir. Bu, yatırımcıların riskli piyasalara olan ilgilerinin azalması ve bu ülkelerde gerekli finansal kaynakların azalması anlamına gelmektedir.

*iii. Bankacılık Krizleri:* Son olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki çoğu bankacılık krizinin ABD gibi gelişmiş ülkelerdeki faiz artışları ve döviz kuru değerlenmeleri ile ilişkilendirildiği ve ABD para politikasındaki bir değişimin etkisinin ülkedeki döviz kuru rejimine bağlı olduğu belirtilmelidir. Bu konuda, Whitt (1999)<sup>2</sup>, 1997 yılında yaşanan Asya krizini temel olarak dışsal şoklara bağlamaktadır. Bu şoklar, 1994 yılında Çin'deki devalüasyon, Japonya'da görülen uzun süreli durgunluk ve ABD dolarının 1995 yılından başlayarak 1997 yılına kadar özellikle Japon yeni karşısında hızla yükselmesi olarak sıralanmıştır.

Söz konusu argümanlar Türkiye için olay inceleme yaklaşımı ve yapısal VAR olmak üzere iki farklı yaklaşımla test edilmiştir. Gerek olay inceleme yaklaşımı gerekse yapısal VAR tahminleri, ABD Merkez Bankası'nın faiz oranları ile ilgili kararlarının, bir başka deyişle bir dış faiz şokunun, TL'nin değeri üzerinde hemen etkili olduğunu göstermektedir. Yapısal VAR sonuçları, şokun risk primi ve piyasa faiz oranlarında artışa neden olduğunu gösterirken, olay inceleme yaklaşımının sonuçları faiz kararlarının etkilerinin söz konusu dönemde ülkenin makro ekonomik durumu ve politik gelişmelerinden bağımsız değerlendirilemeyeceğini düşündürmektedir. Tüm bulgular bir araya getirildiğinde, Türkiye'de TL/USD kuru, risk primi, faizler ve sermaye hareketleri üzerinde, temel ekonomik dengelerdeki gelişmelerin yanında, ABD para politikası kararlarının da önemini vurgulayan sonuçlara ulaşılmıştır. Bu itibarla kamu dengesinin ve cari işlemler açığının sürdürülebilirliği ülke riski ve sermaye girişleri açısından daha fazla önem atfedilen göstergelerdir. Türkiye'de mali disiplin ve mali disiplinin sürdürülebilmesinin önemli bir koşulu olan yapısal reformların gidişatı tarafından belirlenen yüksek ve oynak risk priminin varlığı, kur ve faiz hareketleri üzerinde belirleyici olmaktadır.

<sup>1</sup> Mody, A., Taylor, M., P., Kim, J., Y., (2001), "Modelling Fundamentals For Forecasting Capital Flows to Emerging Markets", International Journal of Finance and Economics, 6, p. 201-216.

<sup>2</sup> Whitt, J., (1999), "The Role of External Shocks in the Asian Financial Crisis", Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, Second Quarter.

(Baskı düzeni nedeni ile boş bırakılmıştır)

## V. Kamu Maliyesi

Sıkı maliye politikaları sonucu oluşan faiz dışı bütçe fazlası borç stokunun sürdürülebilirliği ve enflasyon ile mücadelenin başarısı açısından önem arz etmektedir. Uygulanmakta olan ekonomik program çerçevesinde daha önceki yıllarda olduğu gibi 2004 yılında da yüksek faiz dışı fazla hedeflenmiş ve yılın ilk altı ayı itibariyle de konsolide bütçe faiz dışı bütçe fazlasının olumlu bir performans izlediği gözlenmiştir. Nitekim, 2004 yılı Ocak-Haziran döneminde konsolide bütçe faiz dışı bütçe fazlası 15 katrilyon Türk lirası olmuş, bu tutarın 2004 yıl sonu bütçe hedefi içindeki payı yüzde 74,4 olarak gerçekleşmiştir (Tablo V.1.). Bu dönemde konsolide bütçe açığı ise 14,6 katrilyon Türk lirası olmuştur.

2004 yılı Ocak-Haziran döneminde konsolide bütçe faiz dışı fazlası olumlu bir performans izlemiştir.

Tablo V.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri

	2004 Ocak-Haziran Gerçekleşme (Katrilyon TL)	2004 Bütçe Tahmini (Katrilyon TL)	Gerçekleşmelerin Bütçe Tahmini İçindeki Payı (Yüzde)
<b>Gelirler</b>	<b>49,8</b>	<b>104,1</b>	<b>47,8</b>
Vergi Gelirleri	39,8	88,9	44,8
<b>Harcamalar</b>	<b>64,4</b>	<b>149,9</b>	<b>42,9</b>
Faiz Dışı Harcamalar	34,8	83,9	41,4
Personel Giderleri	14,6	28,6	51,1
Cari Transferler	13,3	27,5	48,6
Faiz Harcamaları	29,6	66,1	44,9
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-14,6</b>	<b>-45,8</b>	<b>31,8</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>15,0</b>	<b>20,2</b>	<b>74,4</b>

Kaynak: Maliye Bakanlığı

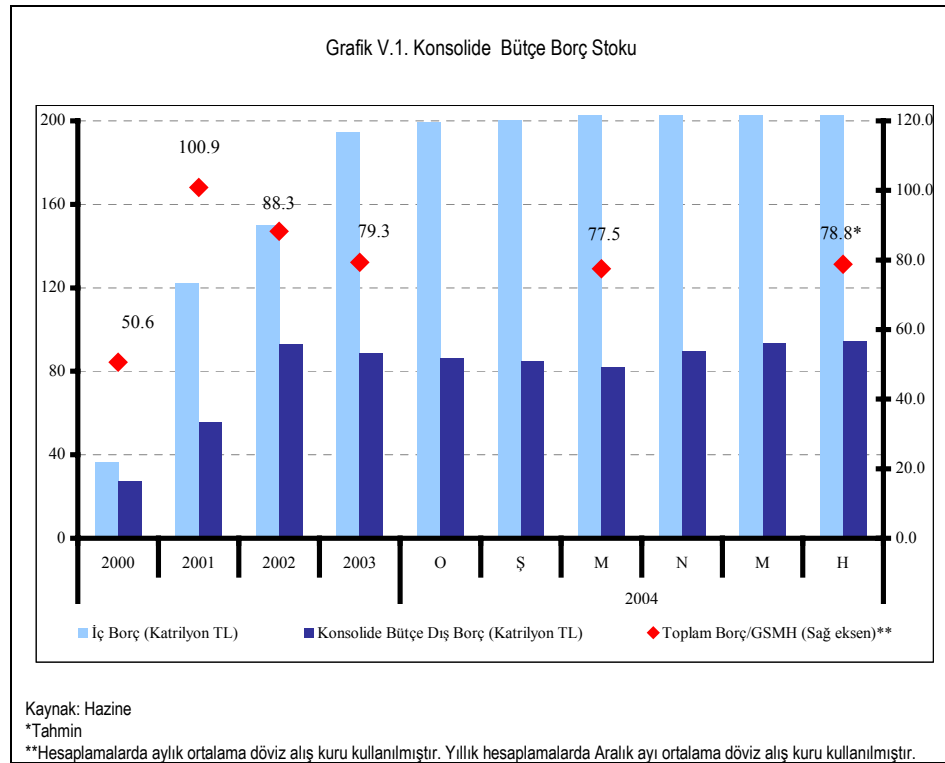
2004 yılı Ocak ayında, asgari ücret yüzde 38,2 oranında artırılmış ve işveren maliyetlerindeki artışı yüzde 20 ile sınırlandırabilmek için işveren tarafından ödenmesi gereken prim ödemelerinin bir kısmı devlet tarafından üstlenilmiştir. Ayrıca, Sosyal Sigortalar Kurumu ve Bağ-Kur emeklilerinin maaşlarına 2004 yılı birinci ve ikinci yarısı için yüzde 10 oranında artış yapılmıştır. 2004 yılı için öngörülen faiz dışı fazla hedefine ulaşabilmek için sıkı maliye politikaları çerçevesinde bazı harcama kalemleri üzerinden yüzde 13 oranında kesinti yapılmış ve bazı ÖTV oranlarında da artış gerçekleştirilmiştir. 2004 yılının ilk altı ayındaki konsolide bütçe faiz dışı fazla göstergesi olumlu olmakla birlikte yılın geriye kalan döneminde bütçe performansının izleyeceği seyir önem taşımaktadır. Mali disiplinin sürdürülebilmesi ve bu durumun kalıcı olabilmesi için vergi ve sosyal güvenlik gibi yapısal reformların uygulamaya konulması önem arz etmektedir.



### V.1. Borç Stokundaki Gelişmeler

2004 yılı Mayıs ayında konsolide bütçe toplam borç stoku 2003 yıl sonuna göre yüzde 7,2 oranında artarak 303,4 katrilyon Türk lirası seviyesine

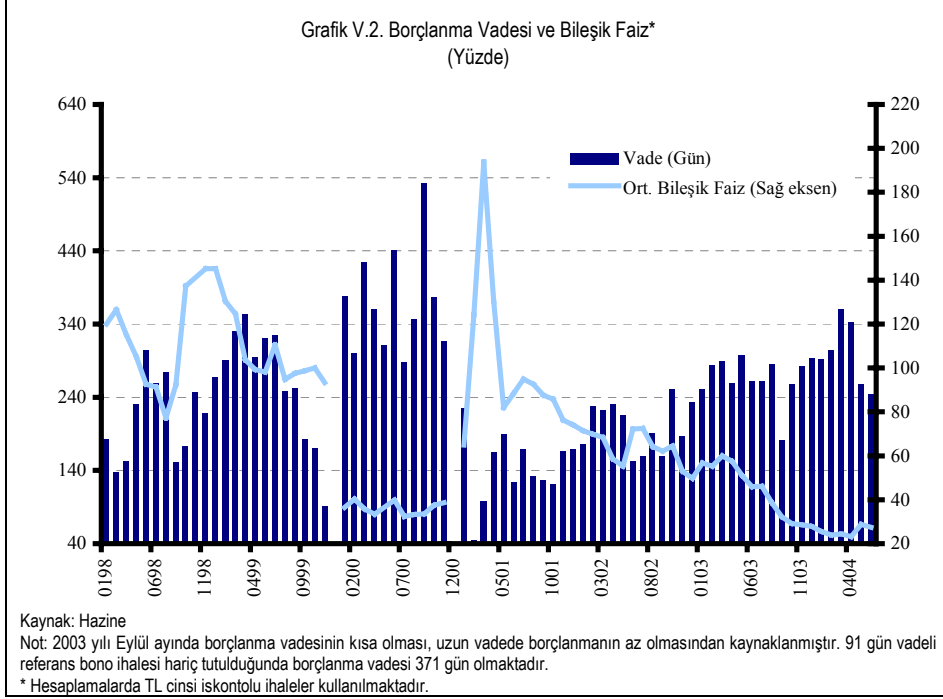
2004 yılı Haziran ayında konsolide bütçe toplam borç stoku 2003 yıl sonuna göre yüzde 7,2 oranında artarak 303,4 katrilyon Türk lirası seviyesine ulaşmıştır (Grafik V.1). Söz konusu dönemde konsolide bütçe dış borç stoku ABD doları bazında değişmezken, iç borç stoku yüzde 7,6 oranında artarak 209,1 katrilyon Türk lirası olmuştur. Borç stokunun sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesinde ölçüt olarak kullanılan borç stokunun GSMH'ye oranının 2004 yılı Haziran ayında, Türk lirasının değer kaybetmesine bağlı olarak Mart ayına göre sınırlı miktarda artacağı öngörülmektedir.



2003 yılında iyileşen borçlanma koşulları 2004 yılında da devam etmekle birlikte, Nisan ve Mayıs aylarında faizler yükselmiştir.

2003 yılında siyasi istikrarın sağlanması ve ekonomik programın sürdürülebilirliğine dair oluşan olumlu havaya bağlı olarak iyileşen borçlanma koşulları devam etmekle birlikte, 2004 yılı Nisan ve Mayıs aylarında Kıbrıs'ta yaşanan politik sürece ilişkin belirsizlikler, ABD'nin faiz artırımına gideceği beklentisi ile yılın ilk çeyreğine ilişkin cari açık rakamının öngörülenin üzerinde gerçekleşeceğine dair beklenti, faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Haziran ayında faizler düşme eğilimine girmiş ancak Nisan ayındaki seviyesinin üzerinde kalmıştır. Faizlerin yükseldiği bu dönemde Hazine iskontolu ihalelerde borçlanma vadesini azaltma yolunu seçmiştir (Grafik V.2). Mayıs ayında ortalama iskontolu

ihale faiz oranı 5,7 puan artış göstermiştir. Bu durum bekleyişlerin bozulması durumunda faizler üzerinde risk primi etkisinin görülebileceğine işaret etmektedir.



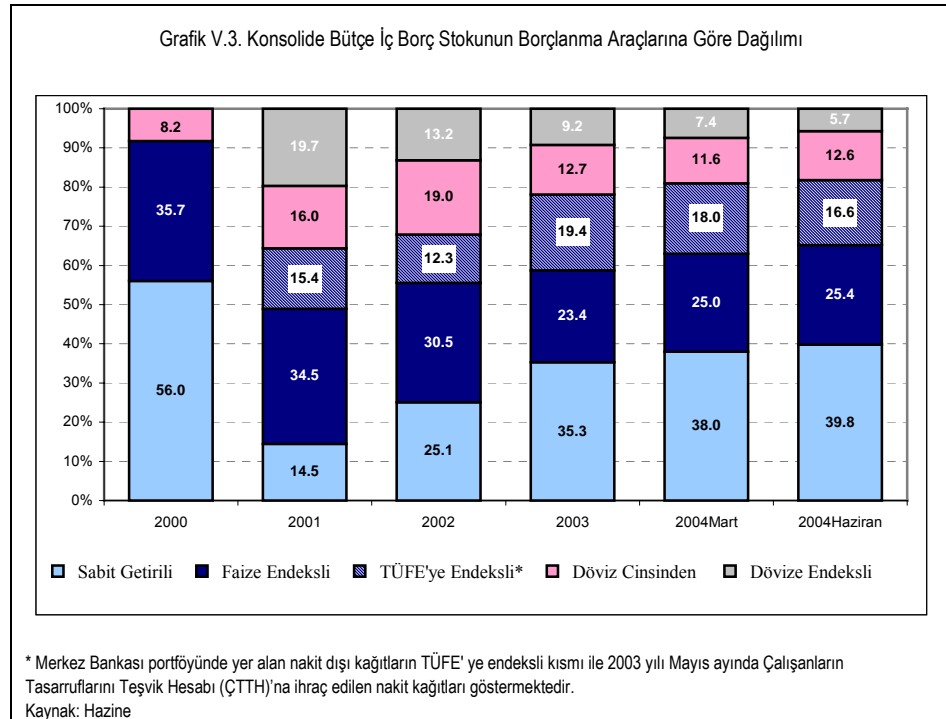
Etkin borç yönetimi çerçevesinde, borç stokunun maliyet ve risk hesaplarına bağlı olarak tespit edilen stratejik ölçüt uygulaması ile, 2004 yılında nakit borçlanmanın ağırlıklı olarak Türk lirası cinsinden gerçekleştirilmesi ve nakit borçlanmada vadenin bir yılın üzerinde tutulması öngörülmektedir. 2004 yılı borçlanma uygulaması, öngörülen şekilde Türk lirası cinsinden iskontolu ihalelerde yoğunlaşmıştır. Bununla birlikte, Mayıs ayında borçlanma vadesinin azalmasına karşın, 2004 Ocak-Haziran döneminde nakit borçlanmanın vadesi 14,2 ay olarak gerçekleşmiştir (Grafik V.5). 2004 yılının ilk çeyreğinde gerçekleştirilen değişim ihalelerine ek olarak, Mayıs ayında yapılan değişim ihalesi ile Haziran ayında vadesi gelen dövize endeksli senetler 13 aylık döviz cinsi senetlerle değiştirilmiş, bu sayede borç stokunun kur riski değişmezken, 2004 yılı borç servisi azaltılmıştır.

2004 yılı Ocak, Şubat ve Haziran aylarında gerçekleştirilen tahvil ihraçları ile 2004 yılı toplamı için öngörülen yaklaşık 5 milyar ABD doları tutarındaki dış borçlanmanın 3,5 milyar ABD dolarlık kısmı tamamlanmıştır. Hazine Temmuz-Aralık döneminde yaklaşık 4,6 milyar ABD doları dış borç ödemesi gerçekleştirecektir.

2004 yılı nda 3,5 milyar ABD doları tutarında dış borçlanma gerçekleştirilmiştir.

2004 yılı Haziran ayı itibarıyla iç borç stokunun yapısı incelendiğinde, uygulanan ölçüt borçlanma politikaları kapsamında, sabit getirili kısmının

payının artmaya, döviz cinsi ve dövize endeksli senetlerin payının ise azalmaya devam ettiği görülmektedir (Grafik V.3). Borç stokunun faize endeksli kısmının payı 2003 yılına göre sınırlı oranda artmakla birlikte, uzun vadede payı azalmıştır. İç borç stokunda gözlenen yapısal değişim, borç stokunun faiz ve kurdaki hareketlere karşı kırılabilirliğinin azaldığına işaret etmektedir. Borçlanma koşulları ve iç borç stokunun yapısındaki iyileşmeye karşın, Haziran ayı itibarıyla iç borç stokunun yaklaşık yüzde 60'ı endeksli veya döviz cinsi borçlanma senetlerinden oluşmaktadır.

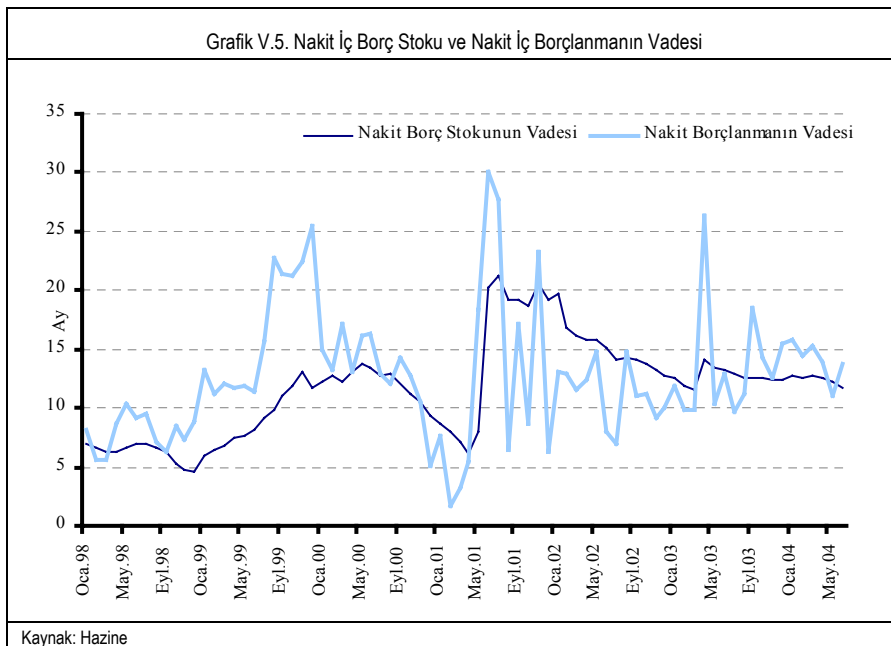
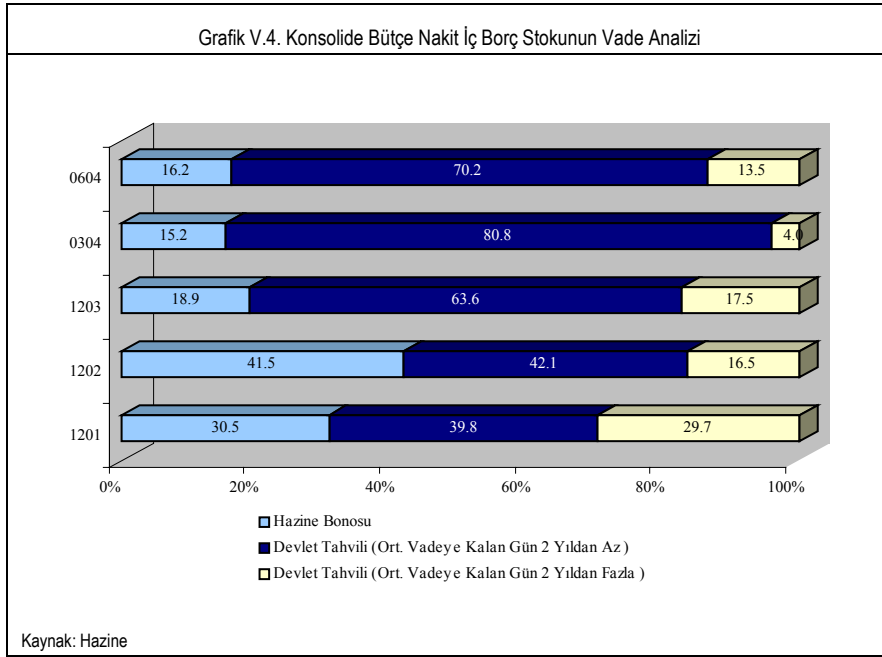


Borç stokunun ortalama vadeye kalan süresi 2 yıldan az olan devlet tahvillerinde yoğunlaştığı görülmektedir.

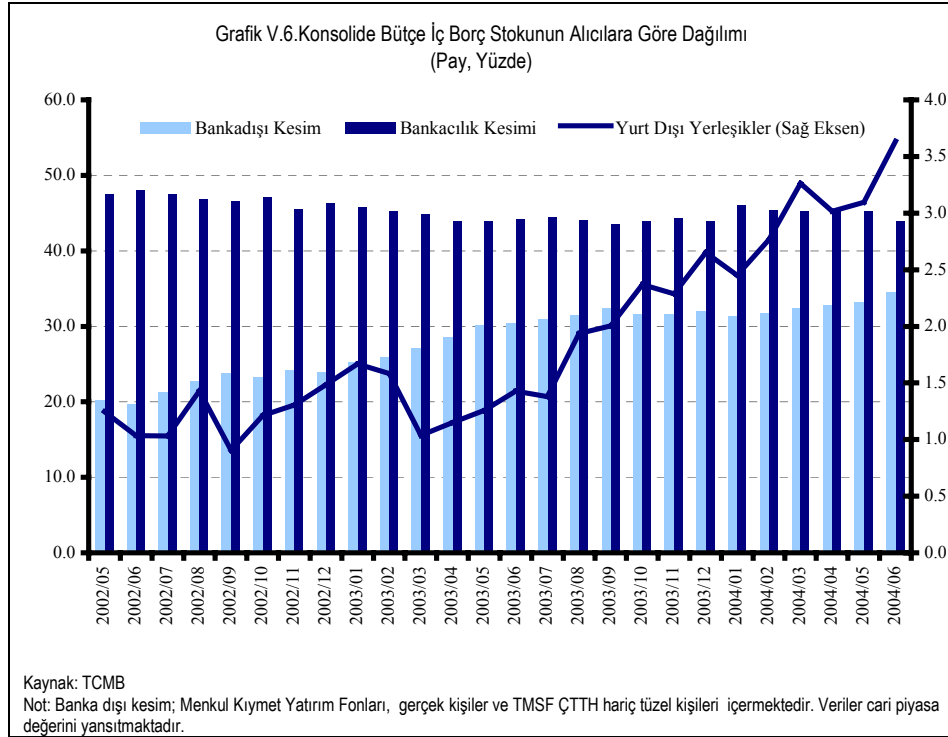
Nakit iç borç stokunun vade dağılımına bakıldığında, borç stokunun ortalama vadeye kalan süresi 2 yıldan az olan devlet tahvillerinde yoğunlaştığı görülmektedir (Grafik V.4). Söz konusu tahvillerin ortalama vadeye kalan süresi 10,5 aydır. Mart ayına göre ortalama vadeye kalan süresi iki yıldan az olan tahvillerin nakit iç borç stoku içindeki payının azalması, ortalama vadesi iki yıldan kısa olan tahvil grubuna ait bazı tahvillerin itfa edilmesine bağlı olarak kalan kısmın ortalama vadesinin uzamasından kaynaklanmıştır.

Nakit borç stoku ile nakit borçlanma vadesinin 1998 yılı Ocak ayından itibaren gelişimi Grafik V.5'te gösterilmektedir. 1999 yılında iki yıl vadeli değişken kupon ödemeli senetlerin ihraç edilmesi neticesinde borçlanma vadesinin uzaması nakit borç stokunun vadesini artmasına neden olmuştur. 2000 yılında iskontolu ihalelerde borçlanma vadesi

artarken (Grafik V.2), toplam nakit borçlanmanın vadesi kısalmıştır. 2000 Kasım, 2001 Şubat krizleri sonrasında nakit iç borç stokunun vadesi azalmış, 2001 Haziran ayında gerçekleştirilen takas operasyonu ile vadesi gelen senetlerin uzun vadeli senetlerle değiştirilmesine bağlı olarak nakit iç borç stokunun vadesi artmış, takip eden dönemde ise borçlanma vadesine yakınsamıştır. Nakit iç borç stokunun vadesi 2004 yılı Haziran ayında azalmakla birlikte, son dönemde istikrarlı bir seyir izlemektedir.



Toplam iç borç stoku içinde alıcıların payına bakıldığında, yurtdışı yerleşiklerin elindeki Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) portföyünün payında 2003 yılı Mart ayında başlayan artma eğiliminin devam ettiği görülmektedir (Grafik V.6). Yurtdışı yerleşiklerin DİBS portföyünün değeri 2004 yılı Haziran sonu itibariyle 8,5 katrilyon Türk lirasına ulaşmıştır.



Sonuç olarak, 2004 yılı ilk çeyreğine göre borç dinamiklerinde önemli bir değişim gözlenmemektedir. Borç stokunun yapısındaki iyileşme devam etmekle birlikte, borç stokunun vadesinin kısa olması ve borç stokunun önemli bir kısmının endeksli veya döviz cinsi senetlerden oluşması, borç stokunun kur ve faizdeki hareketlere karşı duyarlı olduğunu göstermektedir.

## VI. GÖRÜNÜM

**E**nflasyonun seyrine ilişkin olarak önümüzdeki dönemdeki olası gelişmeler ve riskler, iç talep ve üretim öngörülerini, maliyet unsurları, parasal ve mali disiplin ile enflasyon beklentileri olarak dört ana başlık altında incelenebilir.

### *VI.1. Talep ve Arz Unsurları*

İç talep 2003 yılında toparlanma sürecine girmiş ve 2004 yılının ilk üç aylık döneminde de canlanmasını artırarak devam ettirmiştir. Bu nedenle enflasyon hedefi açısından iç talep bileşenlerinin önümüzdeki dönemde izleyeceği seyir büyük önem taşımaktadır.

#### *VI.1.i. Özel Tüketim Harcamaları*

2004 yılının ilk üç aylık döneminde, enflasyondaki düşüş sürecinin ve Türk lirasındaki güçlenmenin devam etmesi, ekonomide güvenin artmasına paralel olarak vadelerin uzamasıyla beraber taksitlendirme ve kredi imkanlarının artmasıyla tüketim harcamalarındaki artış hızlanarak devam etmiştir. TCMB İYA sonuçları da söz konusu eğilimin yılın ikinci üç aylık döneminde de devam edeceğine işaret etmektedir.

Söz konusu veriler, yılın geri kalan döneminde bir iç talep baskısı oluşabileceği izlenimini vermektedir. Ancak, daha detaylı bir inceleme söz konusu tüketim artışının bütün alt gruplar bazında olmayıp büyük ölçüde dayanıklı tüketim mallarıyla sınırlı kaldığını göstermektedir. Bu dönemde döviz kurlarındaki hareket ve kredi imkanlarının artışıyla dayanıklı tüketim mallarına olan talep artarken, zorunlu tüketim harcamalarının sınırlı kalması, ekonomideki gelir ve harcama artışlarının belirli gruplarda yoğunlaştığını da göstermektedir. 2004 yılının ilk üç ayında toplam nihai yurtiçi talepte yüksek artış görülmesine rağmen henüz seviye olarak 2000 yılını yakalayamamış olması, ekonomide talep yönünden belirgin bir enflasyonist baskı olmadığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, uygulanmakta olan gelirler politikası ve işgücü verimliliğindeki artışla istihdamın sınırlanması da talep üzerinde sınırlayıcı bir etki yapmaktadır. Ayrıca, reel gelir artışlarının sınırlı kaldığı bir ortamda tüketici kredilerinde içinde bulunduğumuz dönemde gözlenen bir artış, önümüzdeki dönemlerde kredi geri ödemelerinin de artmasını gerektireceğinden, gelirler ve dolayısıyla harcamalar üzerinde kısıt oluşturacaktır.

Kuşkusuz, Nisan ayı sonundan itibaren faiz ve kurların yükselmesi, kamu bankalarının kredilere sınırlama getirmesi ve otomobil alımında uygulanmakta olan hurda indiriminin kaldırılması, yılın ilk üç aylık dönemindeki konjonktürel artışı sınırlayıcı faktörler olarak öne

çıkılmaktadır. Ancak, güçlü seyreden yatırım eğilimi, ertelenmiş tüketimin devam etmesi ve artan dış talep sonucu üretim seviyesinin ve kapasite kullanım oranlarının yılın ikinci yarısında da yüksek seyredeceği tahmin edilmektedir. Bu bağlamda, 2004 yılında milli gelir büyüme oranlarının program projeksiyonlarının belirgin bir şekilde üzerinde kalacağı öngörülmektedir. Bu gelişmelerin gelecek dönem enflasyonu konusunda oluşturduğu “riskler” son bölümde ele alınmaktadır.

#### *VI.1.ii. Özel Yatırım Harcamaları*

Geleceğe yönelik beklentilerdeki iyileşme, Türk lirasının güçlü seyri, iç ve dış finansman maliyetlerindeki düşüş ve özellikle dış finansman imkanlarındaki genişleme, 2004 yılı ilk üç aylık dönemde özel yatırım harcamalarını artırıcı yönde etki yapmıştır. Yılın ikinci çeyreğinde de özel sektörde kapasite kullanım oranları artmaya devam etmektedir. Bu nedenle firmalar, yeni yatırımdan ziyade, kapasite ve verimliliği artırıcı yenileme yatırımlarına öncelik vermektedirler.

Nitekim, TCMB İYA sonuçları ve Reel Kesim Güven Endeksi de önümüzdeki dönemde yatırım harcamalarının artmaya devam edeceği sinyali vermektedir. Anket sonuçlarına göre, gelecek üç aylık dönemde kredi faiz oranlarının düşük seviyesini koruyacağı beklenmektedir. Sonuç olarak, yatırım bekleyişleri de olumlu bir seyir izlemekte ve önümüzdeki döneme ilişkin yatırım harcaması eğilimi yükselmeye devam etmektedir.

Yakalanan yüksek büyüme oranlarının enflasyon baskısı yaratmaması, yılın devamında da yatırım harcamalarının artmaya devam etmesi ve verimlilik artışının sürmesi ile mümkün olacaktır. Bu çerçevede, sürdürülmekte olan yapısal reformların hayata geçirilmesiyle rekabetçi piyasa koşullarının tesisi ve bununla birlikte piyasadaki güven ortamının kalıcılığının sağlanması orta vadede fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme için gereken yatırım ve potansiyel üretim artışına bir ön koşul oluşturması sebebiyle büyük önem arz etmektedir.

#### *VI.1.iii. Kamu Tüketim ve Yatırım Harcamaları*

2004 yılı ilk üç aylık dönemde kamu kesimi tüketimi yüzde 2,4 oranında artarken, kamu yatırım harcamaları yüzde 11,3 oranında gerilemiştir. Söz konusu gelişmeler 2004 yılı için kamu kesimi harcama öngörüleriyile tutarlı olup, yılın geri kalan kısmında da mali disiplin çerçevesinde uygulanmakta olan sıkı maliye politikaları devam edecektir. 2004 yılının geri kalan kısmında da kamu harcamalarının artış hızının oldukça sınırlı kalacağı ve büyümenin daha ziyade özel sektör kaynaklı olacağı beklenmektedir.

#### *VI.1.iv. Üretime İlişkin Bekleyişler*

Gerek özel kesim gerekse kamu kesimi harcamalarının önümüzdeki dönemde enflasyon hedefini riske sokacak düzeyde bir iç talep baskısı yaratacağı düşünülmemektedir. Bununla birlikte, 2001 krizi sonrasında arka arkaya gerçekleşen ihracat kaynaklı yüksek büyüme oranlarının 2004 yılında da devam edeceği beklenmektedir. Zira, sanayi üretimi yılın ikinci çeyreğinde de yüksek oranda büyümeye devam etmiştir. Ayrıca, TCMB İYA sonuçları gelecek üç aylık dönemde üretime ilişkin olumlu beklentiye işaret etmektedir.

#### *VI.2. Maliyet Unsurları*

##### *VI.2.i. Döviz Kurları*

Türk lirasında 2003 yılında gözlenen güçlenme eğilimi 2004 yılının başında da devam etmiştir. Ancak, cari işlemler açığı ile ilgili olumsuz değerlendirmeler, IMF ile yürütülmekte olan programın 2005 yılında devam edip etmeyeceğine dair belirsizlikler, uluslararası ham petrol fiyatlarının yükselmesi ve ABD Merkez Bankası'nın faiz artıracığına dair beklentiler, Nisan ayı sonundan itibaren Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kaybına yol açmıştır. Merkez Bankası 11 Mayıs tarihinde 9 milyon ABD doları tutarında döviz satım müdahalesi yapmıştır. Oldukça düşük miktarda olmasına karşın piyasaya verilen sinyal etkisi nedeniyle ve piyasalarda dalgalanmaya yol açan olumsuz gelişmelerin de ortadan kalkmasıyla beraber, döviz kurlarındaki yükseliş tersine dönmüştür.

Dalgalı kur rejimi piyasalar tarafından giderek daha iyi anlaşılmaktadır. Kurlar çeşitli dışsal şoklar ve/veya yurt içindeki politik gelişmeler nedeniyle risk primindeki değişimler sonucunda aşağı veya yukarı yönlü hareket edebilmektedir. Ancak, döviz kurundaki geçici artışlar anında fiyatlama mekanizmalarına yansıtılmamakta ve mutlak fiyat artışlarına neden olmamaktadır. Önümüzdeki dönemlerde de döviz kurlarında aşağı veya yukarı yönlü hareketler yaşanması olasıdır. Ancak, yapısal reformların hayata geçirilmesi ve kamu kesimindeki mali disiplinin devam etmesi koşuluyla döviz kurlarındaki dalgalanmaların geçici ve sınırlı olacağı ve fiyatlar üzerinde bir baskı oluşturmayacağı düşünülmektedir.

##### *VI.2.ii. Ham Petrol Fiyatları*

Ham petrol fiyatları 2004 yılı başından beri gösterdiği artış eğilimini yüksek arz düzeyine karşın yılın ikinci çeyreğinde de devam ettirmiştir. Bu artıştaki temel belirleyiciler, özellikle Çin ve ABD'de beklentilerin ötesinde artan petrol talebi, Orta Doğu'daki saldırıların petrol tesislerine



sıçrayabileceğine ilişkin kaygılar ve vadeli piyasalardaki genel eğilimler olmuştur. Ancak, Haziran ayının ikinci yarısından itibaren, Çin'in büyümesini sınırlandırmaya çalışması, Irak'ta güvenliği sağlanmaya yönelik atılan adımlar ve OPEC'in 3 Haziran 2004 tarihinde Beyrut'ta düzenlediği olağanüstü konferansta üretimin 1 Temmuz 2004'ten itibaren günlük 2 milyon varil, 1 Ağustos 2004'ten itibaren ise günlük 0,5 milyon varil daha arttırılacağı kararı ile petrol fiyatları düşmüştür.

Önümüzdeki dönemde de ham petrol fiyatlarının artmayacağı beklenmektedir. Irak'taki durum, dünyanın ikinci büyük petrol rezervlerine sahip olması dolayısıyla, petrol fiyatlarının seyri açısından büyük önem arz etmektedir. Irak yönetimindeki belirsizliğin ortadan kalkmasıyla günlük ham petrol üretiminin artabileceği ve buna bağlı olarak ham petrol fiyatlarının önümüzdeki aylarda artmayacağı beklenmektedir. Diğer taraftan, OPEC, 22 Temmuz 2004 tarihli basın açıklamasında petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketine müdahale edebileceğine dair sinyal vermiştir.

#### *VI.2.iii. Kamu Kontrolündeki Fiyatlar*

2003 yılında enflasyon düşüşüne olumlu katkı yapan kamu fiyatları, 2004 yılının ilk yarısında özel imalat sanayi fiyat artış oranının 3,1 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Bu yükselişte, özellikle dünya ekonomisinin yeniden büyümeye başlamasıyla uluslararası piyasalarda ham petrol, ana metal ve kimyasal ürün fiyatlarındaki artış ile döviz kurlarında yılın ikinci çeyreğindeki yükselme büyük rol oynamıştır. Bununla birlikte, özellikle TEKEL ürünlerinin fiyatlarındaki artışta ÖTV'nin de önemli rol oynadığı gözlenmiştir. Vergi artışları nedeniyle yükselen kamu fiyatları, yılın ilk yarısı itibarıyla, 2004 yılı enflasyonu için herhangi bir risk unsuru oluşturmamaktadır. Ancak, tek haneli enflasyonda tek haneli rakamların hedeflendiği önümüzdeki dönemde, mali disiplini sağlamak için bu tip vergi artışlarına gidilmesi enflasyon hedeflerini riske sokabilecektir. Bu nedenle, önümüzdeki dönemde mali disiplinin kalitesinin güçlendirilmesi gereği devam etmektedir.

#### *VI.2.v. İşgücü Maliyetleri*

Kamu kesiminde 2004 yılı maaş ve ücret artışları enflasyon hedefiyle uyumlu olarak yapılmış ve özel sektördeki ücret artışları da kamu kesimindeki artışları baz alarak oluşturulmuştur. Ayrıca, 2004 yılının ilk yarısında birim ücretlerdeki düşük düzey ve verimlilik artışlarının devam etmekte olduğu gözlenmektedir. İmalat sanayiinde artan verimlilik artışlarına bağlı olarak, birim işgücü maliyetlerinin, geçtiğimiz iki yıl kadar olmasa da, 2004 yılının genelinde enflasyona olumlu katkıyı sağlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Verimlilik artışlarının

bundan sonra da devam etmesi ve büyüme ile enflasyondaki düşüş sürecinin aynı anda sağlanabilmesi açısından yatırım ve üretimin önündeki engellerin ortadan kaldırılmasına yönelik düzenlemelerin sürmesi her durumda bir ön koşul olmaktadır.

### *VI.3. Parasal ve Mali Disiplin*

Merkez Bankası, kısa vadeli faiz oranlarını fiyat istikrarı temel amacına yönelik temel politika aracı olarak kullanmaya devam edecektir. Bununla birlikte, IMF ile yürütülmekte olan “Stand-by” anlaşması çerçevesinde, parasal performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedefler de gözetilmeye devam edecektir.

Döviz kuru politikası olarak Merkez Bankası dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına önümüzdeki dönemde de devam edecektir. Bu bağlamda, döviz kuru seviyesine müdahale etmeden para politikasının etkinliğini artırmaya yönelik olarak gerekli görüldüğü zaman önceden açıklanan miktarlar dahilinde döviz alım veya satım ihaleleri yapılabilecektir.

Para politikasının etkinliğinin artmasında kuşkusuz mali disiplinin devam ettirilmesi büyük önem arz etmektedir. Borç stokuna ilişkin göstergeler görece olarak düzelmekle beraber borç dinamiklerinde yılın ilk çeyreğine göre önemli bir değişim gözlenmemekte ve hala kırılğan yapısını muhafaza etmektedir. Borç stokunun önemli bir kısmının endeksli ve döviz cinsi borçlanma senetlerinden oluşması ve vadesinin kısa olması, kur ve faizdeki hareketlere karşı duyarlılık yaratmaktadır. Son dönemde yabancı para cinsinden iç borçta görece azalma görülmekle beraber, Türk lirası cinsinden piyasaya olan borcun vadesinin kısalığı risk oluşturmaya devam etmektedir. Nitekim, Nisan ve Mayıs aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmalar bekleyişleri kötüleştirilmiş, risk primini artırmış ve borç stoku üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır.

### **VI.4. Enflasyon Bekleyişleri ve Diğer Riskler**

#### *VI.4.i Bekleyişler*

TCMB Beklenti Anketi Temmuz ayı sonuçlarına göre, 2004 yılı sonuna ilişkin TÜFE enflasyonu beklentisi yüzde 12 hedefinin altına düşerek yüzde 10,9 olmuştur. Gelecek on iki aylık enflasyon bekleyişlerindeki gerileme de, önümüzdeki sene enflasyon hedefi olan yüzde 8 ile uyumlu olarak, devam etmektedir. 2004 yılının ilk yarısı itibarıyla yıl sonu enflasyon hedefine ulaşılabilceği beklentisi giderek güçlenmektedir.

#### *VI.4.ii. Riskler ve Sonuç*

Yılın ilk altı ayındaki enflasyon gelişmelerinin ışığında önümüzdeki riskler şu şekilde özetlenebilir:

- Dalgalı döviz kuruna geçişle beraber, döviz kuru-enflasyon ilişkisinde yapısal bir değişim olduğu ve döviz kurundan enflasyona geçişin zayıfladığı gözlenmektedir. Ayrıca, enflasyon beklentilerinde gözlenen kırılma, piyasadaki rekabetçi ortamın artması ve maliye politikalarının enflasyonu içsel bir parametre olarak kullanması da döviz kuru-enflasyon ilişkisini zayıflatan diğer önemli unsurlar olmuştur. Mayıs ve Haziran aylarında döviz kurunda gözlenen artışın enflasyona yansımalarının önceki dönemlere oranla daha yavaş olması da söz konusu değişimi destekler niteliktedir. Ancak, tam da bu nedenle, döviz kurunun etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkmaya başlaması dikkat edilmesi gereken bir husustur. Zira, yapılan çalışmalar döviz kurunun orta dönem birikimli etkisinin hala azımsanamayacak düzeylerde olduğunu göstermektedir.
- Enerji fiyatlarında öngörülemeyen sapmalar, dünyanın her yerinde olduğu gibi ülkemizde de her zaman bir risk unsurudur. Petrol fiyatlarındaki artışın yakın zamanda tersine dönmeyeceği algılamaları güçlenmektedir. Ham petrol fiyatlarındaki bu artış eğiliminin önümüzdeki dönemde hem cari işlemler açığı, hem de enflasyon üzerinde baskı oluşturması olasıdır. Dünya petrol fiyatlarındaki artışların devam etmesi ve kur baskısı nedeniyle artabilecek bütçe finansman ihtiyacı, önümüzdeki dönemde de akaryakıt ve petrol ürünleri fiyat artışlarını kaçınılmaz hale getirebilecektir. Bu artışların 2004 yılının kalanında ve 2005 yılında enflasyona yansımaları yakından takip edilecektir. (Kutu II.1).
- Yılın ilk yarısında büyüme daha çok özel tüketim ve özel yatırım kaynaklı olmuştur. 2004 yılının ikinci çeyreğindeki büyüme kompozisyonunun ilk çeyreğe paralel bir seyir izleyeceği öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısında ise son dönemde artan faizler ve döviz kuru dalgalanmalarına paralel olarak büyüme hızında iç talep kaynaklı görece bir yavaşlama gözlenebilecekse de, artan yatırım eğilimi ve dış talebin güçlü seyretmesinin bu yavaşlamayı sınırlı kılacağı tahmin edilmektedir. Bu gelişmeler paralelinde, yılın kalanında ara malı ve yatırım malı ithalatının yüksek seyredeceği ve ekonomik aktiviteye bağlı olarak hızlanan ithalat artışı sonucu, ihracattaki ve turizm gelirlerindeki olumlu performansa rağmen, yıl sonu cari açığının geçtiğimiz yıllara oranla yüksek olabileceği tahmin edilmektedir.
- Ülkemizin yapısal dinamikleri göz önüne alındığında, büyümenin öngörülenden yüksek çıkması durumunda cari açığın da yüksek çıkması bir sürpriz olarak nitelendirilmemelidir. Önümüzdeki

dönemde cari açığındaki gelişmelerin alt kalemleriyle beraber detaylı olarak takip edilmesi mali disiplinin devam ettirilerek iç talebin kontrol altında tutulması gerekmektedir. Devresel hareketlerin yarattığı ekstra vergi gelirlerinin harcamalara kanallanmaması, cari işlemler üzerinde oluşan baskının azalmasına katkıda bulunabilecektir. Kaldı ki, mali disiplin ve yapısal reformların orta vadeli bir ekonomik plan içerisinde sürdürüleceği algılamalarının kuvvetlenmesi durumunda, cari açığın gerek döviz kuru gerekse üretim açığı kanalıyla işaret ettiği potansiyel riskler sınırlı kalacaktır. Bütün bunların ötesinde, cari açığın orta vadede büyüme önünde bir engel yaratmaması, ancak yapısal reformların hızlandırılarak finansman kalitesinin daha da iyileştirilmesi yoluyla mümkün olabilecektir.

- Yılın ilk yarısında maliyetlerdeki artış nedeniyle hızlanan imalat sanayi fiyat artışlarının, yılın geri kalan kısmında yavaşlayacağı öngörülmektedir. Özellikle, elektrik fiyatlarının bir süre daha artmama olasılığının yüksek olması ile ana metal ve petrol hammadde fiyatlarındaki artışların da durması, maliyet baskılarını azaltacaktır. Söz konusu etkilerin TÜFE enflasyonu üzerinde sınırlı kalacağı ve 2004 yılı enflasyon hedefini tehlikeye atmayacağı tahmin edilmektedir. Ancak, söz konusu dinamikler 2005 yılı enflasyon hedefi açısından yakından takip edilmektedir.
- ABD Merkez Bankasının beklenenden hızlı bir faiz artırımına gitmesi, mevcut programın devamına ilişkin alınacak kararların gecikmesi veya Avrupa Birliği müzakere sürecine dair dışsal belirsizliklerin olumsuz sonuçlanması durumunda mali piyasalarda dalgalanmalar olması riski her durumda olasılık dahilindedir. Ancak, parasal ve mali disiplin sürdürükçe ve yapısal reform alanında kalıcı adımlar atıldıkça hem söz konusu olası dalgalanmaların boyutu, hem de fiyatlara yansımaları 2001 öncesi dönemdeki örneklerine kıyasla çok daha zayıf olacaktır.
- Hizmet sektörü fiyatlarındaki katılık halen devam etmekte olup enflasyonla mücadelede gelinen noktaya karşın bazı sektörlerdeki ataletin kırılmasının zaman alacağı görülmektedir. Bu nedenle, 2005 yılı enflasyonu için hizmet sektörü içinde yer alan eğitim ve kira gibi sektörlerdeki fiyat gelişmelerinin yakından takip edilmesi büyük önem taşımaktadır.
- Tarım ve gıda fiyatlarının 2004 yılı içerisinde enflasyona olumlu destek vereceği tahmin edilmektedir. Ancak, söz konusu sektörler mevsimsel koşullara oldukça duyarlı olmaktadır. Dolayısıyla, bu sektörlerdeki fiyat gelişmeleri 2005 yılı

enflasyonu konusunda az bilgi içermekte ve para politikası kararlarında baskın olabilecek bir içerik taşımamaktadır.

- Yaklaşık üç yıldır devam eden enflasyon hedefine odaklı para ve maliye politikaları ve Merkez Bankası'nın enflasyon eğiliminin ilerideki seyrine yönelik görüşlerini gittikçe artan bir açıklıkla kamuoyuyla paylaşmaya başlaması, enflasyon bekleyişlerinin şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır. Sonuç olarak, bugün gelinen noktada, açıklanan enflasyon hedefi artık ekonomik birimlerce güçlü bir referans olarak algılanmaktadır. Bu bağlamda, son dönemde maliyet yönlü şoklara rağmen hedeflenen enflasyona yakın seyreden beklenen enflasyon rakamlarının, mevcut veriler ışığında, önümüzdeki dönemde de buna benzer bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.
- Bir önceki yılın aynı aylarında çok düşük enflasyon oranlarının gerçekleşmesinin de etkisiyle önümüzdeki aylarda yıllık enflasyon oranlarının az da olsa yükselmesi olasıdır. Bunun yanında, yurt dışı talepteki artış, yurt içi tüketim harcamalarında görülen görece canlanma, kapasite kullanım oranlarının artış eğilimini devam ettiriyor olması ve hızlanan kamu fiyat artışları önümüzdeki dönemde enflasyondaki düşüş eğiliminin yavaşlayabileceğine işaret etmektedir. Ancak, verimlilik artışlarının devam etmesi, sıkı para ve maliye politikalarının sürdürülmesi ve yatırımların artması ise talep baskısını kısıtlayıcı rol oynayabilecektir. Kaldı ki, yılın ilk altı ayındaki birikimli enflasyonun oldukça düşük gerçekleştiği göz önüne alındığında, enflasyon hedefinin aşılma olasılığının olası bir dışsal şok durumunda bile düşük olduğu görülmektedir. Özetle, 2004 yılı sonunda enflasyonun hedefle uyumlu gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

2004 yılının ilk yarısındaki enflasyon gelişmeleri, enflasyonla mücadelede gelinen noktayı açıkça göstermektedir. Ancak, fiyat istikrarını kalıcı kılmak için yürütülmekte olan yapısal reformların sonlandırılarak hayata geçirilmesi büyük önem arz etmektedir. Verimlilik artışının, son iki yıldaki kadar olmasa da, önümüzdeki dönemde de süreceği temel varsayımları altında ve işgücü piyasasındaki mevcut koşullar da göz önüne alınarak, işgücü birim maliyetlerinin 2004 yılının genelinde de enflasyondaki düşüşe katkı sağlamaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Ancak, kamu ücret ve gelirler politikalarının enflasyon hedefiyle uyumlu olarak yürütülmesinin, enflasyonla mücadelenin devamı açısından kritik bir ön koşul olduğu göz ardı edilmemelidir.

Bütün bunların yanında, enflasyondaki düşüşün kalıcı olması ve önümüzdeki yıllarda da devam edebilmesi açısından, orta ve uzun vadede verimlilik artışlarının devamı için yatırım ve üretimin önündeki her türlü engelin ortadan kaldırılmasına yönelik düzenlemeler kritik önem taşımaktadır. Bu konuda başlatılmış bulunan çabalar olumlu olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca son dönemde kamu yönetimi, sosyal güvenlik ve mali sektör alanlarındaki reformlar konusunda ciddi adımlar atılması olumlu gelişmelerdir. Kuşkusuz, bu adımların sürekliliğini garanti edecek olan mekanizmaların daha da kuvvetlendirilmesi önem taşımaktadır. Bu bağlamda, yapısal kriterlerin genel ve orta vadeli bir plan çerçevesinde yer aldığı, sağlanan kazanımların sürekliliğini amaç edinen ve yapısal reformlar üzerine odaklanan bir programla devam etme gerekliliği, altı çizilmesi gereken en önemli noktadır. Yapısal dönüşümün bir an önce hayata geçirilmesi, ekonomik temelleri güçlendirerek ekonomideki kırılganlıkların azaltılmasına yardımcı olacak, son üç yıldır büyük fedakarlıklarla elde edilen kazanımların kalıcı olmasını sağlayacaktır.