



TÜRKİYE
CUMHURİYET
MERKEZ
BANKASI

enflasyon raporu

2006-I



İÇİNDEKİLER

1. GENEL DEĞERLENDİRME	1
1.1. 2005 Yılına Genel Bir Bakış	1
1.2. 2006 Yılıının Görünümü	2
2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	5
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	21
3.1. Arz-Talep Dengesi	21
3.2. Dış Talep	28
3.3. Maliyetler	30
4. MALİ PİYASALAR ve FİNANSAL ARACILIK	35
4.1. Mali Piyasalar	35
4.2. Finansal Aracılık ve Krediler	40
5. KAMU MALİYESİ	45
5.1. Bütçe Gelişmeleri	46
5.2. Bütçenin Finansmanı ve Borç Stokundaki Gelişmeler	48
5.2.1. Bütçenin Finansmanı	48
5.2.2. Borç Stokundaki Gelişmeler	49
6. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	53
6.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar	53
6.2. Tahminlerin Yorumlanması	56
6.3. Risk Unsurları	59

1. Genel Değerlendirme¹

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Ocak 2006 itibarıyla enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Enflasyon Raporu, yeni dönemde Para Politikası Kurulunun temel iletişim araçlarının başında gelmektedir. Rapor'da, genel makroekonomik gelişmeler enflasyonun orta vadede alacağı eğilime ışık tutacak şekilde değerlendirilmekte ve geleceğe yönelik öngörüler sunulmaktadır. Bu bölümde, Rapor'da ayrıntılı biçimde sunulan makroekonomik görünüm ve enflasyon öngörülleri özetlenmektedir.

1.1. 2005 Yılına Genel Bir Bakış

Enflasyondaki düşüş, 2005 yılında geçtiğimiz dört yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Söz konusu yavaşlamaya rağmen; para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu enflasyon beklentileri olumlu seyrini korumuştur. Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakerelerinin başlaması, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk lirası yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür. Diğer yandan mali disiplinin sürmesi ve faizlerin düşmesi Hazine'nin borçlanma ihtiyacını azaltmış, bu da kredi arzını destekleyen bir unsur olmuştur.

Faizlerin düşmesi, vadelerin uzaması, borçlanma olanaklarının artması, görece fiyat etkisi ve artan güven nedeniyle, 2005 yılında dayanıklı tüketim ve yatırım harcamaları hızlı bir artış göstermiştir. Ancak, bir önceki yıldan farklı olarak, kamu harcamalarının yanı sıra inşaat sektöründeki gelişmeler doğrultusunda, bu dönemde ekonomik faaliyetteki canlanmanın sektörel olarak daha geniş bir tabana yayılmış olması dikkat çekmektedir.

Yukarıdaki gelişmeler sonrasında artan tüketim ve yatırım talebi ve ithal malların görece fiyatlarının düşük kalması sonucu, yatırım ve tüketim malları

¹ Bu rapor 23 Ocak 2006 tarihine kadar olan veriler kullanılarak hazırlanmıştır.

ithalatındaki hızlı artışlar devam etmiştir. Ekonomik faaliyetlerdeki canlanma sürecinin ve dünya hammadde fiyatlarındaki hızlı artışların etkisiyle ara malı ithalatı da yüksek oranlarda artmıştır. Dünya ekonomisindeki güçlü büyümenin sürmesi, artan dışa açıklık ve verimlilik artışları ihracatı destekleyen unsurlar olmuştur. Ancak yukarıda sıralanan nedenlerle ithalat daha hızlı artmış ve cari işlemler açığı yükselmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda kaydedilen performans, uzun vadeli kredi kullanımındaki artış eğilimi ve bütçe disiplininin sürmesi, beklentilerde bu kanaldan doğabilecek bozulmaları kontrol altında tutmuştur.

Tüketim talebindeki canlanma, tarım dışı iş gücü talebindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve hizmet enflasyonundaki katılık 2005 yılında enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasına neden olan başlıca unsurlar olarak sıralanabilir. Bunların yanında, aynı dönemde ithal ham madde fiyatlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi de devam etmiştir. Özellikle petrol fiyatlarındaki öngörülemeyen artışlar, yıllık enflasyondaki düşüşün zaman zaman duraksamasına neden olmuştur. Ancak, bu dönemde Yeni Türk lirasının güçlü konumunun sürmesi petrol fiyatlarının olumsuz etkilerini sınırlamış, verimlilik artışlarının devam etmesi ise birim iş gücü maliyetlerinin enflasyona verdiği katkının azalarak da olsa sürmesini sağlamıştır.

Bütün bu gelişmeler, Merkez Bankasının politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını 2005 yılının ilk yarısında kademeli olarak indirebilmesine olanak tanımıştır. Bununla birlikte, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yıl sonu enflasyonuna odaklanmaya başlayan Merkez Bankası, enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan faktörlere dikkat çekerek temkin düzeyini artırmıştır.

1.2. 2006 Yılıın Görünümü

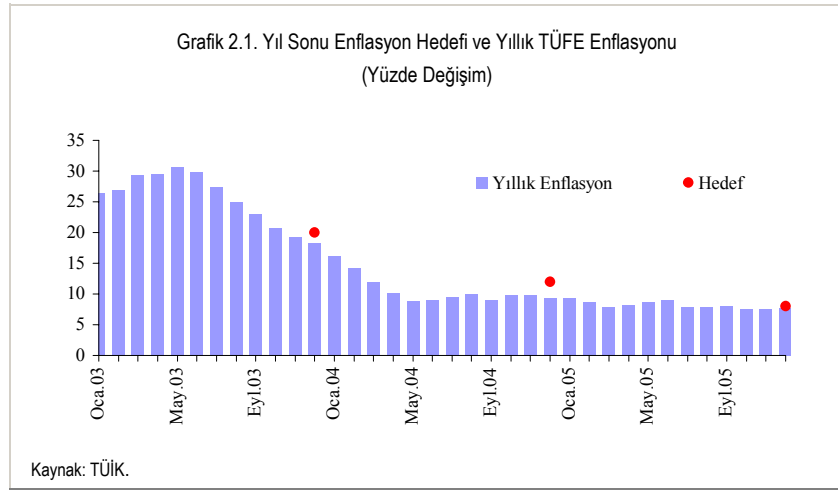
2005 yılının son üç aylık dönemine ilişkin talep, üretim ve kredi göstergeleri, ekonomik aktivitenin, yeni bir ivmelenme olmaksızın, canlılığını koruduğuna işaret etmektedir. Geçtiğimiz yıl içinde hane halkı borçluluk oranının hızla yükselmesi ve bu durumun özellikle konut kredisi geri ödemeleri kanalıyla harcanabilir gelir artışını sınırlama olasılığı, önümüzdeki dönemde özel tüketim ve iç talep artış hızını denetim altında tutacak bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca iş gücü piyasasındaki rekabet, verimlilik artışlarının devamı ve mali disiplininin sürmesi de enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacaktır.

Özel kapsamlı TÜFE endekslerindeki artış hızlarının 2005 yılının ikinci yarısında kademeli olarak azalması, enflasyonun ana eğilimindeki düşüşün devam ettiğini teyit eder niteliktedir. Nitekim, enflasyon beklentileri 2005 yılının son çeyreğinde de iyileşmeye devam etmiştir. 2006 yılı Ocak ayı itibarıyla yıl sonu enflasyon beklentisi 2006 hedefinin yaklaşık 0,7 puan üzerindedir. Petrol fiyatlarındaki yüksek artışlara rağmen enflasyon beklentilerindeki düşüşün 2005 yılı boyunca devam etmesi, petrol fiyatlarının ikincil etkilerinin sınırlı kalacağına işaret etmektedir. Bu değerlendirmeler ışığında Merkez Bankası bünyesinde oluşturulan kısa vadeli öngörüler, 2006 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyonun genelde yatay bir seyir izleyeceği ve ikinci çeyrekte tekrar düşüş göstereceği yönündedir.

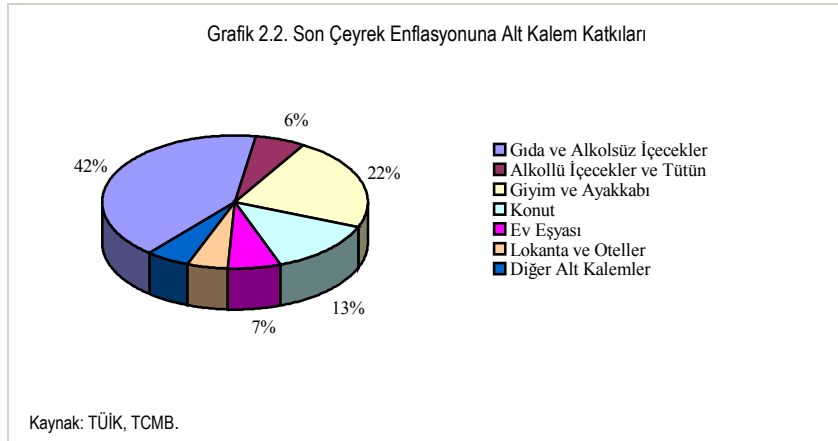
Sonuç olarak enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceği tahmin edilmektedir. Burada önemli olan soru, yukarıda sıralanan bütün bu gelişmelerin enflasyondaki düşüş sürecinin orta vadedeki hızı ve hedefe ulaşılabilirlik açısından ne ifade ettiğidir. Bu soruya yanıt verebilmek amacıyla, makroekonomik görünüm ile tutarlı olarak üretilen orta vadeli enflasyon tahminleri Rapor'un son bölümünde ayrıntılı olarak sunulmaktadır. Enflasyon tahminleri önümüzdeki dönemde açıklanan yeni veriler ve dışsal şokların gerçekleşmesine bağlı olarak güncellenecek, bir önceki döneme kıyasla farklılıklar oluştuğunda ise enflasyon hedeflemesi rejiminin gereği olarak bu durumun nedenleri kamuoyuyla paylaşılacaktır.

2. Enflasyon Gelişmeleri

2005 yıl sonu itibarıyla TÜFE enflasyonu yüzde 7,72'ye ulaşarak, 2005 yılı için belirlenen yüzde 8 oranındaki hedefin altında kalmıştır (Grafik 2.1). 2005 yılının son çeyreği itibarıyla, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG) yıllık bazda düşüş eğilimini sürdürmekte ve tüketici enflasyonunun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğu sinyali vermektedir.



2005 yılı dördüncü çeyreğinde yüzde 3,65 oranında artan tüketici fiyatlarının seyrinde öne çıkan unsurlar: (i) mevsimsel etkiler, (ii) uluslararası ham petrol fiyatlarının etkileri, (iii) hizmet sektörü fiyatlamasındaki katılığın yansımaları ve (iv) tütün ürünleri fiyat gelişmeleri olarak sıralanabilir (Grafik 2.2). Bunlara ek olarak, Yeni Türk lirasının güçlü seyrinin enflasyonun olumlu seyrine katkıda bulunduğu görülmektedir.



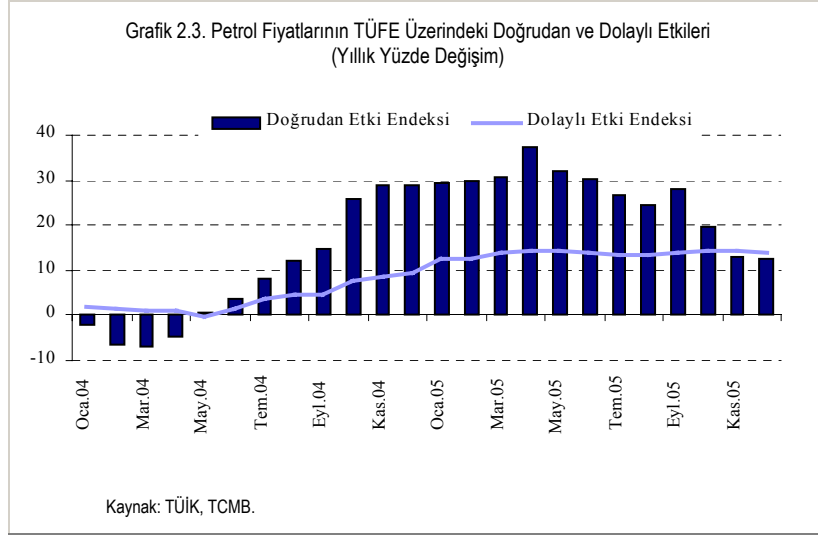
Mevsimsel fiyat hareketleri yılın son üç aylık bölümünde enflasyonu belirleyen temel etken olmuş, tüketici fiyat enflasyonu gıda ve alkolsüz içecekler ile giyim ve ayakkabı grupları fiyatlarındaki artışlardan olumsuz etkilenmiştir. Ekim-Aralık döneminde gıda ve alkolsüz içecekler grubu fiyatları hızlanarak yüzde 5,31 oranında artış göstermiştir. Bu gelişmede, özellikle Kasım ayında taze meyve ve sebze fiyatlarında mevsimsel eğilimlerin oldukça üzerinde gerçekleşen artışlar belirleyici olmuştur. Benzer mevsimsel artışlar giyim ürünleri fiyatlarında da gözlenmektedir. Mevsimlik ürünler (endeks içinde değişken ağırlığa sahip olan çeşitli gıda ve giyim ürünleri) dışlandığında (ÖKTG-A), son çeyrek tüketici enflasyonunun yüzde 1,48 ile sınırlı bir oranda gerçekleştiği görülmektedir.

Uluslararası ham petrol fiyatlarındaki gelişmeler, yılın ilk üç çeyreğinde tüketici enflasyonuna genellikle olumsuz yansımış olmakla birlikte, söz konusu etkilerin dördüncü çeyrekte zayıfladığı görülmektedir (Tablo 2.1).

Tablo 2.1. TÜFE İçinde Yer Alan Petrol Ürünleri Fiyatları*	
(Yüzde Değişim)	
Ocak-Eylül 2005	16,21
Ekim-Aralık 2005	-3,24

* Likit yakıtlar, kişisel ulaştırma araçlarının yakıt ve yağları.
Kaynak: TCMB, TÜİK.

Petrol fiyatlarındaki artışın TÜFE'ye etkisinin daha iyi anlaşılabilmesi için birincil etkiler olarak adlandırılan doğrudan ve dolaylı etkilerin ayrıştırılarak incelenmesi yararlı olacaktır (Grafik 2.3). Konut grubundaki likit yakıtlar ve ulaştırma grubundaki benzin vb. ürünleri içeren doğrudan etkiler, yılın son çeyreğinde uluslararası petrol fiyatlarında gözlenen gelişmelere paralel olarak belirgin oranda gerilemiştir. Bu keskin gerileme, petrol ürünleri fiyatlarının 2004 yılı son çeyreğine kıyasla oldukça düşük düzeylerde gerçekleşmesinden kaynaklanmıştır. Diğer taraftan, petrol fiyatlarının ulaştırma hizmetlerindeki taşımacılık gibi alt sektörlerde etkilerini içeren dolaylı etkilerin doğrudan etkilere göre gecikmeli olarak ortaya çıktığı ve 2005 yılı genelinde petrol fiyatlarından dolaylı olarak etkilenen mal ve hizmet grubu fiyatlarındaki yıllık artış oranlarının yüzde 13-14 aralığında seyrettiği görülmektedir.

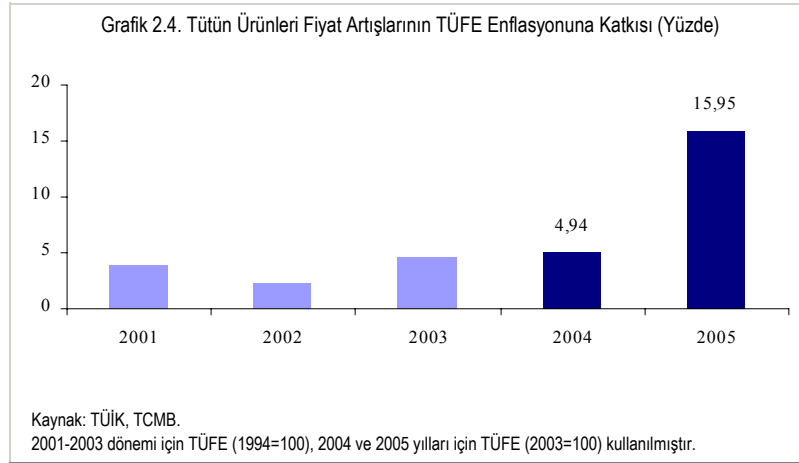


Yılın son çeyreğinde petrol fiyatlarının tüketici fiyatları üzerindeki olumsuz etkisinin azalmasına karşın, kira ile lokanta ve oteller gibi hizmet kalemlerinde, ekonomideki görece canlanma ve yapısal faktörlere bağlı olarak hızlı fiyat artışlarının devam ettiği görülmektedir. Kira fiyat artışlarındaki atalet, kiraların büyük ölçüde geçmiş enflasyona endeksli bir fiyatlama anlayışıyla saptanmasından kaynaklanmaktadır. Ancak, son dönemde geçmiş enflasyondaki düşüşe rağmen kira artışlarında yavaşlama gözlenmemesi, artan konut talebine konut arzının kısa vadede cevap verememesiyle açıklanabilir. Lokanta ve otel grubu fiyatları üzerinde belirleyici ana unsurlar hem talep hem de maliyet artışları olarak görülmekte, ulaştırma sektörüne yönelik hizmet fiyatları ise daha çok akaryakıt fiyatlarındaki gelişmelerden etkilenmektedir.

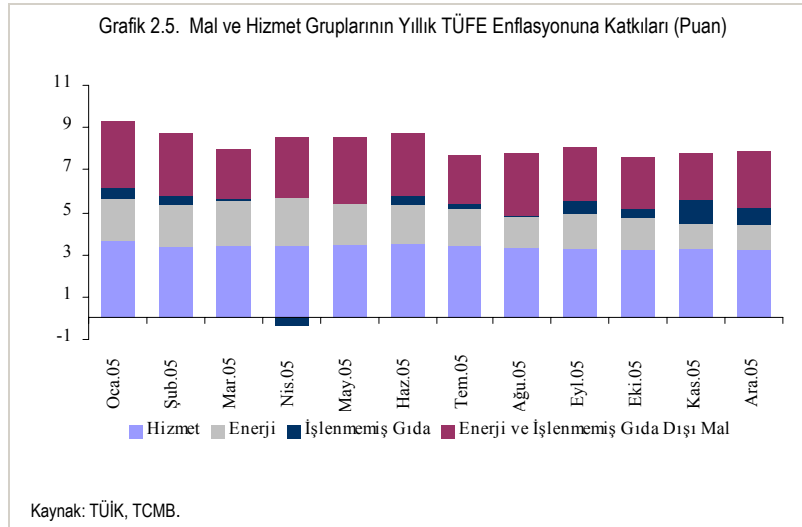
Hizmet grubunda büyük ölçüde kira, lokanta ve otel ile ulaştırma hizmetlerinin belirleyici olduğu dikkate alındığında, bu gruptaki yüksek fiyat artışlarının önümüzdeki dönemde zayıflayarak da olsa, hedefin üzerinde kalarak, sürmesi olası görülmektedir. Diğer taraftan, TÜFE altında yer alan hizmet kalemleri arasında emek yoğun olan, fakat fiyatları doğrudan yönlendirilmeyen ve enerji fiyatlarından doğrudan etkilenmeyen hizmet kalemlerinin (bakım ve onarım hizmetleri, berber ve kuaför hizmetleri vb.) kapsandığı “emek yoğun hizmetler” endeksi ise 2005 yılında yüzde 14 seviyesinde artmıştır.

Dördüncü çeyrek enflasyonunu belirleyen diğer bir önemli unsur ise, tütün ürünlerinde gözlenen fiyat artışları olmuştur. 2005 yılında vergi ayarlamalarının da etkisi ile yüzde 28,33 gibi oldukça yüksek seviyede artan

tütün ürünleri fiyatları tüketici enflasyonuna yaklaşık 1,23 puan katkıda bulunmuştur. 2003 temel yıllı yeni tüketici fiyatları endeksinde ağırlığı da artan söz konusu alt kalem fiyatlarının, tüketici enflasyonuna etkisinin 2005 yılında oldukça yüksek gerçekleştiği dikkat çekmektedir (Grafik 2.4).

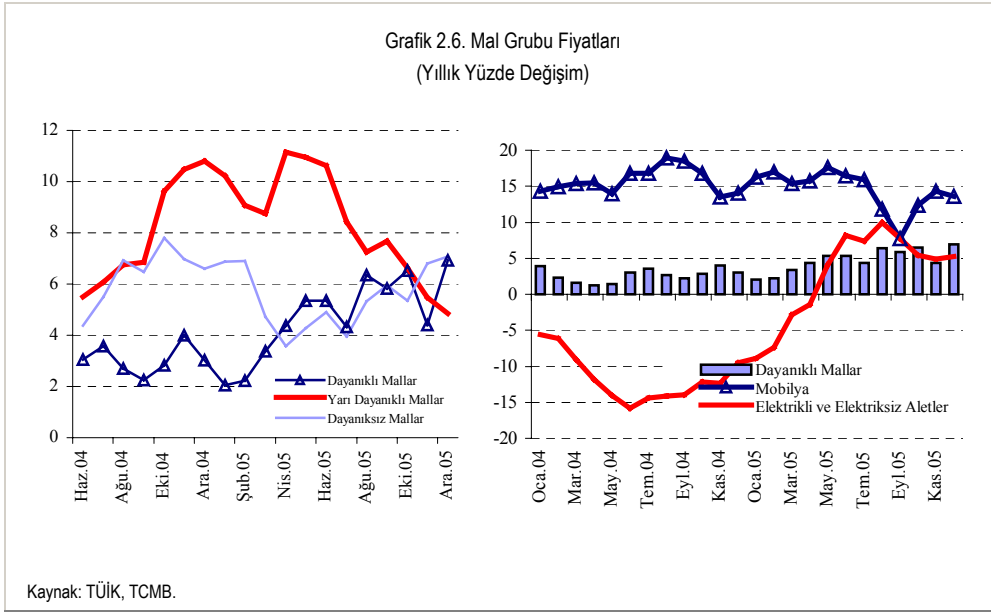


Mal ve hizmet gruplarının yıllık enflasyona etkileri incelendiğinde, hizmet grubunun yaptığı katkının 2005 yılı içinde fazla değişmediği görülmektedir (Grafik 2.5). Öte yandan, mal grubu içinde, enerji fiyatlarının yıllık enflasyona yaptığı katkının yıl içinde kademeli olarak azaldığı, işlenmemiş gıda ürünlerinin katkısının ise son çeyrekte önemli ölçüde arttığı gözlenmektedir.



Mal grubu, dayanıklı, yarı dayanıklı ve dayanıksız mallar ayrımında incelendiğinde, 2004 yılında önemli oranda artan yarı dayanıklı mal

fiyatlarının, özellikle enerji fiyatlarındaki artış oranlarının yavaşlamasının etkisiyle, 2005 yılında gerilediği, öte yandan bir önceki yılda olumlu seyreden dayanıklı mal fiyatlarının artış hızının ise 2005 yılında yükseldiği görülmektedir (Grafik 2.6). Dayanıklı mal grubu enflasyonunun hızlanmasında, mobilya ile elektrikli ve elektriksiz ev aletleri gruplarında gözlenen fiyat artışları belirleyici olmuştur. Tüketim malları talebine gösterebilecek mobilya imalatında 2005 yılı başından bu yana gözlenen yüksek oranlı artışlar dikkat çekmekte ve bu gelişmelere paralel olarak mobilya sektörü fiyatlarının bir önceki yıldaki yüksek artış eğilimini 2005 yılında da sürdürdüğü gözlenmektedir. Ayrıca, genel olarak rekabete açık ve döviz kurundaki gelişmelere duyarlı olan teknoloji yoğun malları içeren elektrikli ve elektriksiz ev aletleri grubunun, bir önceki senedeki olumlu etkisinin 2005 yılında tersine döndüğü görülmektedir (Grafik 2.6).



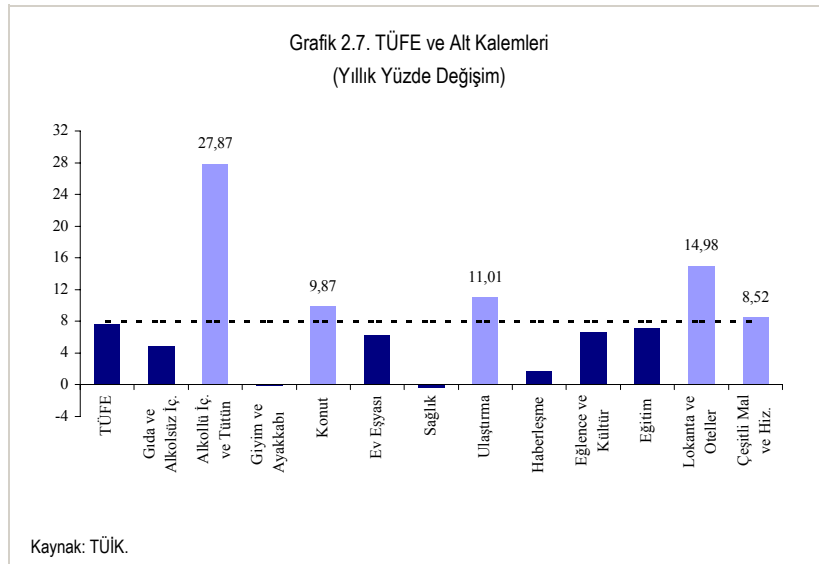
2005 yılının dördüncü çeyreğindeki enflasyon gelişmeleri çerçevesinde, hizmet fiyat enflasyonu ile mal fiyat enflasyonu arasındaki farkın korunduğu gözlenmektedir (Tablo 2.2). Diğer bir deyişle, nispi fiyatlar hizmetler sektörü lehine gelişmeye devam etmektedir.

Tablo 2.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları

	2005 Yılı				
	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	Yıllık
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72
1. Mallar	-0,24	1,16	0,80	4,42	6,21
Enerji	1,73	0,73	3,81	1,20	7,65
İşlenmemiş Gıda	3,61	-7,87	0,25	11,12	6,34
Enerji ve İşlenmemiş Gıda Dışı Mallar	-1,94	3,91	-0,05	3,79	5,71
Dayanıklı Mallar	-0,37	3,61	-0,80	4,41	6,91
Yarı Dayanıklı Mallar	-3,38	5,75	-1,10	3,76	4,85
Dayanaksız Mallar	2,11	-2,58	2,60	4,91	7,07
2. Hizmetler	3,85	2,77	3,65	1,87	12,68
Kira	4,26	3,74	7,06	4,04	20,48
Lokanta ve Oteller	5,19	2,65	3,29	3,09	14,98
Ulaştırma Hizmetleri	7,87	2,04	6,00	1,11	17,97
Diğer Hizmetler	1,75	2,73	1,72	0,56	6,92

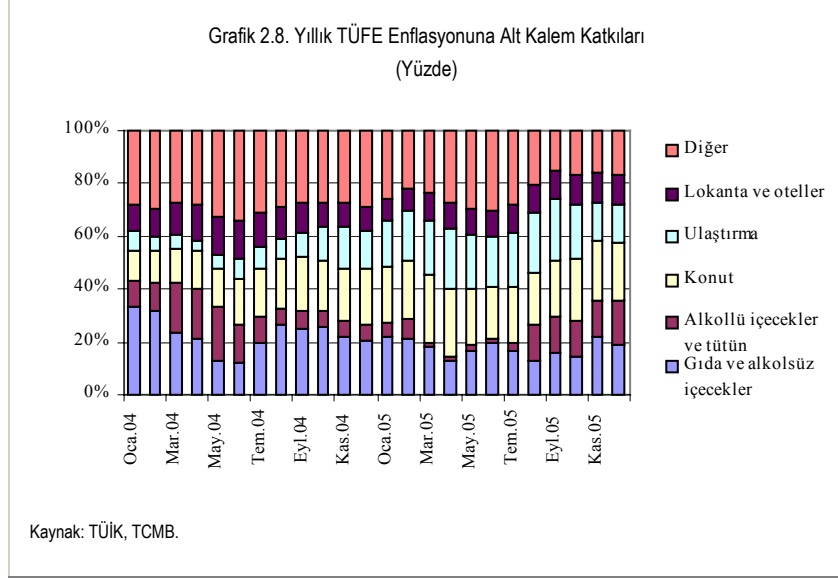
Kaynak: TCMB.

2005 yılı sonu itibarıyla alt kalemler incelendiğinde, beş gruptaki yıllık enflasyon oranının yıl sonu enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 2.7). Alkollü içecekler ve tütün ile ulaştırma gruplarındaki artışlar temel olarak, para politikasının etkisi dışındaki vergi ayarlamaları ve uluslararası ham petrol fiyat artışları neticesinde ortaya çıkmıştır. Öte yandan, hizmet fiyatlarının etkili olduğu gruplar arasında yer alan konut ile lokanta ve oteller gruplarındaki yıllık fiyat artışlarının da hedefin üzerinde gerçekleştiği gözlenmektedir.



Yıllık enflasyon alt gruplar itibarıyla incelendiğinde, petrol fiyatlarının doğrudan etkilerinin ağırlıklı olarak görüldüğü ulaştırma ve konut gruplarının yıllık enflasyona yaptıkları toplam katkının, 2004 yılının ikinci yarısından itibaren artmaya başladığı gözlenmektedir (Grafik 2.8). 2005 yılının son çeyreğinde ise, uluslararası ham petrol fiyatlarındaki artış eğiliminin

yavaşlaması ile ulaştırma grubunun katkısı azalmaktadır. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki söz konusu eğilim, kiranın yüksek ağırlığa sahip olduğu konut grubu üzerinde aynı derecede etkin olmamıştır.

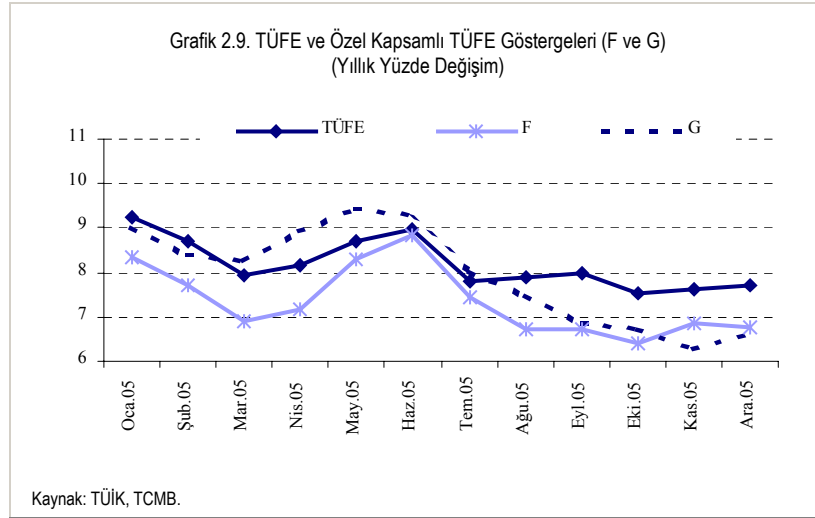


Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri incelendiğinde, enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ile dolaylı vergiler hariç olarak hesaplanan ÖKTG-F ve bu endeksten işlenmemiş gıda ürünlerinin çıkarılmasıyla elde edilen ÖKTG-G endekslerinin yıllık artış hızlarının yılın son çeyreği itibarıyla yüzde 6 ile 7 arasında seyrettiği görülmektedir (Grafik 2.9). Dolayısıyla, fiyatları daha çok para politikası dışındaki etkenlerle belirlenen gruplar dışlanarak derlenen ÖKTG serileri, enflasyondaki düşüş eğilimine ve enflasyonun kısa vadeli seyrinin aşağı yönlü olduğuna işaret etmektedir (Kutu 2.1).

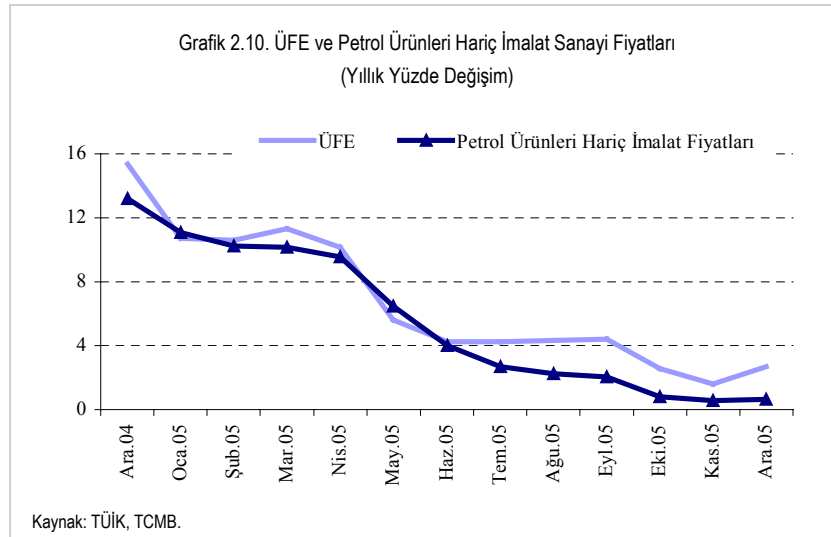
Tablo 2.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)

	2005 Yılı				Yıllık
	Ç1	Ç2	Ç3	Ç4	
TÜFE	0,83	1,74	1,30	3,65	7,72
A. Mevsimlik ürünler hariç TÜFE	2,06	1,84	2,75	1,48	8,39
B. İşlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	0,37	2,95	1,58	2,68	7,78
C. Enerji hariç TÜFE	0,67	1,94	0,89	4,07	7,75
D. İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç TÜFE	0,09	3,44	1,14	2,98	7,84
E. Enerji, alkollü içecekler ve tütün ürünleri hariç TÜFE	0,59	2,05	-0,16	4,00	6,58
F. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç TÜFE	0,30	2,23	-0,33	4,45	6,75
G. Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç TÜFE	-0,38	3,98	-0,32	3,25	6,61

Kaynak: TÜİK, TCMB.

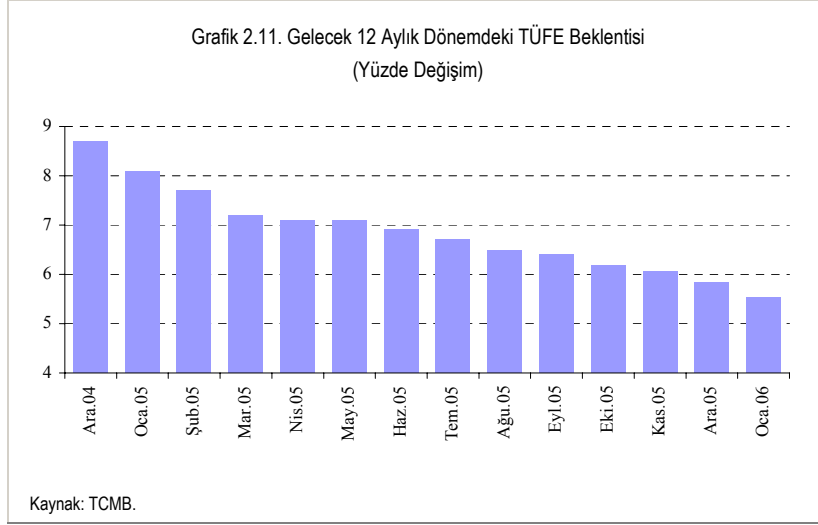


Üretici fiyatları 2005 yılında yüzde 2,66 oranında artmıştır. Üretici fiyatları perakende sektörü için maliyet niteliği taşıdığından gelecek dönem enflasyonu açısından bilgiler içerebilmektedir. Üretici fiyatları enflasyonu üzerinde özellikle petrol ürünlerinin fiyatlarındaki değişimlerin belirleyici olduğu görülmektedir. Petrol ürünlerinin doğrudan etkili olduğu kalemler dışlandığında, imalat sanayi fiyatlarının tarihsel olarak düşük düzeylerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 2.10). Bu gelişme, gelecek dönem enflasyonuna yönelik olumlu sinyaller vermekte, üretici fiyatlarının tüketici fiyatlarına geçişkenliği bağlamında kısa dönemde bir olumsuzluk görülmemektedir.



TCMB Beklenti Anketi gelecek on iki aylık döneme ilişkin enflasyon beklentilerinin yılın son çeyreğinde de azalış eğilimini devam ettirdiği

gözlennmektedir (Grafik 2.11). 2006 yılı Ocak ayı ikinci anket dönemi itibarıyla yıl sonu tüketici enflasyonu beklentisi 2006 yıl sonu hedefinin 0,67 puan üzerindedir. Düşüş beklentilerindeki süreklilik Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri'nin dördüncü çeyrek eğilimi ile birlikte değerlendirildiğinde, 2006 yılına yönelik öngörüler olumlu bir görünüm arz etmektedir.



KUTU 2.1. ÇEKİRDEK ENFLASYONUN ÖLÇÜMÜNDE ÖZEL KAPSAMLI TÜFE GÖSTERGELERİNİN KULLANIMI

Enflasyon hedeflemesi rejiminde hedef değişken olarak genelde yıllık tüketici fiyatları enflasyonunun kullanıldığı görülmektedir. TÜFE enflasyonunun hedeflenmesi TCMB ile kamuoyu arasındaki iletişimin olabildiğince sorunsuz olması için gerekli zemini teşkil etmektedir. Buna karşılık, TÜFE, kapsamlı bir endeks olduğundan geçici mahiyetteki bazı etkileri de yansıtabilmektedir. Para politikasının etki alanı dışında kalan söz konusu geçici fiyat hareketlerinin TCMB politika kararlarını etkilememesi beklenmektedir. Zira, enflasyon hedeflemesi rejiminde cari dönemdeki enflasyondan ziyade gelecekteki enflasyonun görünümü ve bu görünümün altında yatan beklentiler politika kararlarına esas teşkil etmelidir. Bu bağlamda, 2005 yılı Şubat ayından bu yana Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayımlanan ÖKGT vazgeçilmez bir önem taşımaktadır. ÖKGT serilerinin etkin kullanımı ile hem geçici karakterdeki fiyat hareketlerinin politika kararlarına yansımaları ihtimali azaltılmakta hem de kamuoyu ile iletişimde enflasyon görünümüne ilişkin algının netleştirilmesi mümkün olmaktadır. Diğer bir deyişle, ÖKGT serileri analitik açıdan olduğu kadar söylem açısından da önem taşıyan araçlardır.

ÖKGT serilerinin yüzde değişimi iktisat literatüründe karşılığını “çekirdek enflasyon” olarak bulmaktadır. Ancak, geçici fiyat hareketleri farklı kaynaklardan ve farklı zamanlarda oluşabildiğinden, Türkiye ekonomisi için çekirdek enflasyonun birden fazla gösterge ile ölçülmesi tercih edilmiştir.¹ Uygulamada yedi farklı özel kapsamlı gösterge, dolayısıyla yedi farklı çekirdek enflasyon söz konusudur.

Kısa tarihçesine rağmen, özel kapsamlı fiyat endeksleri, fiyatlarda gözlenen değişimlerin kaynağının kamuoyuna açıklanmasında önemli bir rol oynamaya başlamıştır. Örnekleme gerekirse, iklim koşullarına bağlı olarak işlenmemiş gıda üretiminde oluşabilecek bir değişimin tüketici fiyatlarına etkisi, işlenmemiş gıda ürünlerinin fiyatlarının dışlandığı fiyat endeksi kullanılarak ele alınabilmektedir. Benzer biçimde, uluslararası petrol fiyatlarından kaynaklanan fiyat dalgalanmaları enerji kalemlerinin dışlandığı gösterge kullanılarak ele alınabilmekte; vergi düzenlemelerinin tüketici fiyatlarına etkileri de fiyatları yönetilen-yönlendirilen kalemleri dışlayan gösterge ile daha kolay anlaşılabilir. Özel kapsamlı göstergelerin para otoritesi tarafından değil de, TÜİK tarafından hesaplanıyor ve açıklanıyor olması ise para politikası çerçevesinin şeffaflığına işaret etmektedir.

ÖKGT ile ilgili olarak gözardı edilmemesi gereken en önemli nokta, göstergelerin para politikasının oluşturulmasına ve performansının değerlendirilmesine yardımcı olacak şekilde tasarlanmış olmalarıdır. Diğer bir deyişle, göstergeler TÜFE'ye alternatif teşkil etmemekte olup, TÜFE ve ÖKGT bilgi kümeleri birbirini tamamlamaktadır. Göstergeler birbirinden keskin çizgilerle ayrılmamakta, bir arada ve TÜFE ile birlikte kullanıldığında anlamsal bütünlüğe kavuşmaktadır. Bu nedenle, enflasyon analizi yapılırken özel göstergelerin süreklilik arz eden bir bütün olarak ele alınması yaklaşımı benimsenmiştir.

1. Benzer yaklaşım diğer ülke örneklerinde de görülmektedir. Ayrıntılar için bakınız: Türkiye için Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, Çekirdek Enflasyon Çalışma Raporu, 3 Şubat 2005, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/oktg.pdf>

Kutu 2.1. Tablo 1. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri

Gösterge	% (TÜFE içinde)
TÜFE	100
-Mevsimlik ürünler hariç [A]	87,2
-İşlenmemiş gıda ürünleri hariç [B]	85,8
- İşlenmemiş gıda ürünleri ve enerji hariç [D]	70,9
-Enerji hariç [C]	85,1
-Enerji, alkollü içkiler ve tütün ürünleri hariç [E]	80,4
- Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler ve dolaylı vergiler hariç [F]	70,3
- Enerji, alkollü içkiler, tütün ürünleri, fiyatları yönetilen/yönlendirilen diğer ürünler, dolaylı vergiler ve işlenmemiş gıda ürünleri hariç [G]	56,1

Temel Göstergeler

Mevsimlik Ürünler Hariç TÜFE (A): Üretim miktarları ve fiyatları mevsimsel koşullarla belirlenen kalemlerin TÜFE'den dışlanmasıyla oluşturulan A göstergesi, TÜFE'deki mevsimsel etkileri tümüyle gidermemekle birlikte, büyük ölçüde filtrelemektedir. Mevsimlik ürünler, işlenmemiş gıda ve giyim ürünlerinden ağırlıkları TÜFE içinde yıl içinde değişkenlik gösterenleri kapsamaktadır.

İşlenmemiş Gıda Ürünleri Hariç TÜFE (B): B göstergesi işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarının TÜFE'den dışlanmasıyla hesaplanmaktadır. Böylelikle TÜFE, tarımsal üretim kaynaklı fiyat şoklarından arındırılmış olmaktadır. Türkiye ekonomisinde tarım sektörü üretim performansının mevsimsel koşullara büyük ölçüde hassasiyet gösterdiği göz önünde bulundurulduğunda B göstergesinin bilgi içeriğinin önemi ortaya çıkmaktadır.

İşlenmemiş Gıda Ürünleri ve Enerji Hariç TÜFE (D): D göstergesi ile hem işlenmemiş gıda ürünlerinden hem de enerji fiyatlarından gelebilecek şokları TÜFE'den arındırmaktadır.

C, E, F ve G göstergelerinin temel işlevi, yönetilen veya yönlendirilen fiyatlar ile vergi düzenlemelerinden kaynaklanan fiyat oynaklıklarını TÜFE'den arındırmak olarak özetlenebilir. Bu çerçevede, enerji ile alkollü içecekler ve tütün ürünleri fiyatları yönetilen veya yönlendirilen ana kalemler olarak düşünülebilmektedir. Diğer taraftan, fiyatları kamu düzenlemesine tabi olmakla birlikte, mevcut özelleştirme sürecinin başarısına bağlı olarak söz konusu kalemlerin artan düzeyde piyasa serbestisine kavuşması olasılığı gözardı edilememektedir. Bu noktadan hareketle, enerji ile alkollü içecekler ve tütün grupları müstakil kalemler olarak, fiyatları yönetilen-yönlendirilen diğer kalemler ise "Fiyatları Yönetilen/Yönlendirilen Diğer Ürünler" başlığı altında ele alınmaktadır. Enerji kaleminin müstakil olarak ele alınmasının diğer bir nedeni de uluslararası fiyat şoklarına açık olmasıdır. Söz konusu madde gruplarının bu şekilde ele alınması ile ÖKTG'nin zaman serisi özelliklerinde gelecekte oluşabilecek kırılmalar sınırlanmaktadır.

Enerji Hariç TÜFE (C): C göstergesi enerji fiyatlarının TÜFE'den dışlanmasıyla elde edilmektedir. TÜFE endeksinde bir ana grup olarak yer almayan "enerji", hane içinde ve dışında, doğrudan veya dolaylı olarak kullanılan enerji kalemlerinin toplamına karşılık gelmektedir. Bu çerçevede enerji kalemi, hane içinde tüketilen ısınma ve mutfak amaçlı enerji kaynakları, şebeke suyu ve hane dışındaki akaryakıt giderleri ve benzeri unsurlardan oluşmaktadır.

Enerji, Alkollü İçkiler ve Tütün Ürünleri Hariç TÜFE (E): Alkollü içecekler ve tütün ürünlerinin C göstergesinden dışlanması ile E göstergesi elde edilmektedir.

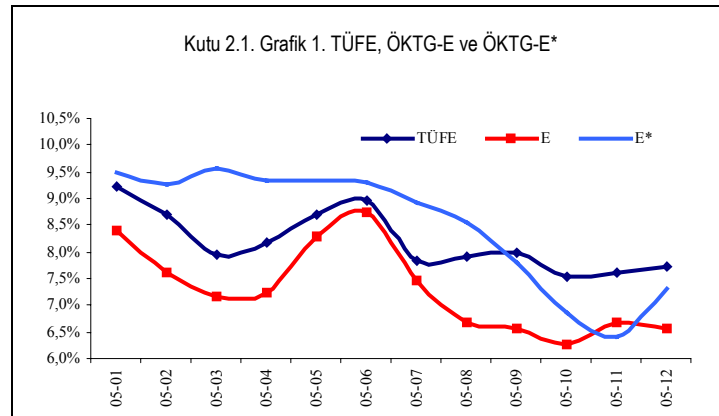
Enerji, Alkollü İçkiler, Tütün Ürünleri, Fiyatları Yönetilen/Yönlendirilen Diğer Ürünler ve Dolaylı Vergiler Hariç TÜFE (F): F göstergesi ile fiyatları yönetilen veya yönlendirilen tüm kalemler TÜFE'den dışlanmaktadır. Ayrıca, endeksten dışlanmayan diğer madde fiyatlarının içerdiği vergiler de F göstergesince dışlanmaktadır. Dolaylı vergiler, katma değer, özel tüketim ve özel iletişim vergilerini kapsamaktadır. F göstergesi, kamu sektörünün fiyatlar genel seviyesine birinci derece etkilerini büyük ölçüde filtrelemektedir.

Enerji, Alkollü İçkiler, Tütün Ürünleri, Fiyatları Yönetilen/Yönlendirilen Diğer Ürünler, Dolaylı Vergiler ve İşlenmemiş Gıda Ürünleri Hariç TÜFE (G): İşlenmemiş gıda ürünleri F göstergesinden dışlanarak G göstergesi hesaplanmaktadır.

Göstergelerin yukarıda sunulan sıralamasının da işaret ettiği gibi, Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri, 3 ana gösterge ve bunların türevleri olarak düşünülebilmektedir. Ana göstergeler olan A, B ve C TÜFE'den; D, B'den; E, C'den; F, E'den ve G, F'den türetilmektedir.

Türetilen Göstergeler

Özel kapsamlı göstergeler dışlama yöntemiyle türetilmiş olmalarından dolayı dinamik bir yapı arz etmektedir. Bu noktadan hareketle, mevcut göstergelerden içeriği farklı yeni göstergeler türetmek mümkün olmaktadır. Örneğin, TCMB bünyesinde E göstergesinden mevsimlik ürünlerin dışlanmasıyla türetilen E* göstergesi, çekirdek enflasyonu ölçmede oldukça başarılı bir performans sergilemektedir. E* serisinin yıllık yüzde değişimleri, Türkiye ekonomisinde enflasyonun düşme eğiliminin kuvvetini koruduğuna işaret etmekte olup orijinal göstergelere kıyasla daha az oynak bir seyir izlemektedir (Kutu 2.1.Grafik 1).



2005 Öncesindeki Çekirdek Enflasyon Yaklaşımı Geçerliliğini Nasıl Yitirdi?

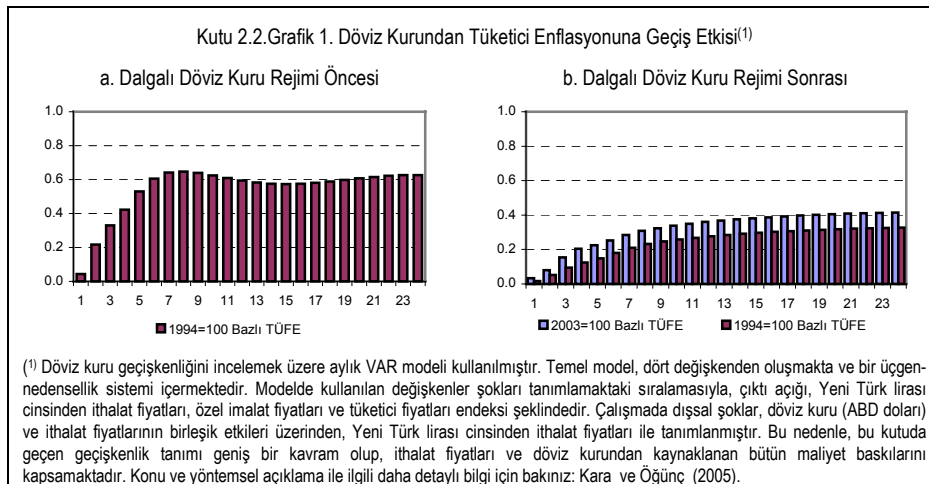
2003 temel yıllık tüketici ve üretici fiyat endekslerinin kullanıma sunulmasından önce, Toptan Eşya Fiyat Endeksi'nin (1994=100) alt kalemlerinden Özel İmalat Sanayi Fiyatları'nın yıllık yüzde değişiminin "çekirdek enflasyon" olarak kullanımı yaygındı. 2005 yılı Şubat ayından itibaren TEFE'nin yerini ÜFE'nin almasıyla birlikte bu yaklaşımın uygulanabilirliğinin ortadan kalktığı görülmektedir. Bunun altında yatan temel nedenlerin başında 2003 temel yıllık Üretici Fiyatları Endeksi'nin özel-kamu ayrımını kaldırmış olması gelmektedir. İkinci neden olarak ise, ÜFE'nin TEFE'deki yaklaşımdan farklı olarak, vergi hariç fiyatları derliyor olması karşımıza çıkmaktadır. Fiyatların vergiler hariç tutularak derlenmesi, üreticilerin vergi değişikliklerine kar marjlarını değiştirerek tepki vermeleri durumunda yanıltıcı olabilmektedir. Örneğin, vergi oranlarının artışı halinde üreticilerin satış fiyatlarını sabit tutarak kar marjlarından feragat etmesi, vergi hariç fiyatların olduğundan daha düşük ölçülmesini beraberinde getirmektedir. Bu ise üretici fiyatlarında değişim olmadığı halde, azalış yönünde bir sonuç çıkarılmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Bu nedenlerle, çekirdek enflasyonun üretici fiyatlarına dayalı olarak ölçümü hatalı sonuçlara yol açmaktadır. Kaldı ki parasal otoritenin yıllık TÜFE enflasyonunu hedeflediği bir ortamda, çekirdek enflasyonun da TÜFE'ye dayalı olarak ölçülmesinin, üretici fiyatlarına dayalı olarak ölçülmesinden daha akla uygun bir yaklaşım olduğu açıktır.

KUTU 2.2. TÜRKİYE'DE DÖVİZ KURUNDAN FİYATLARA GEÇİŞKENLİK:
YENİ ENDEKS İLE BİRLİKTE GEÇİŞKENLİK DEĞİŞTİ Mİ?

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin karşılaştığı temel zorluklardan biri ithalat fiyatları ile döviz kurundaki şokların yurt içi fiyatlar üzerindeki etkisinin değerlendirilmesidir. Özellikle, döviz kurunun sermaye girişlerine duyarlı olduğu küçük, açık ve gelişmekte olan ekonomiler için bu tür şoklar enflasyon hedefine ulaşılması konusunda engel teşkil edebilmektedir. Bu sebeple, fiyat istikrarını temel hedef olarak kabul eden bir parasal otorite için döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin anlaşılması önem arz etmektedir.

2001 yılında yaşanan krizin ardından, Türkiye ekonomisinde dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu dönemde, merkez bankası bağımsızlığının sağlanması ve fiyat istikrarının ana hedef olarak vurgulanması ile enflasyon dinamikleri de değişime uğramıştır. Bu çerçevede, Türkiye için politika uygulaması anlamında bir rejim değişikliğini ifade eden dalgalı döviz kuruna geçiş ile birlikte, döviz kurlarından fiyatlara geçişkenliğin ne ölçüde değiştiğinin belirlenmesi önem taşımaktadır. Ayrıca, 2005 yılından itibaren fiyat endekslerinde değişikliğe gidilerek, 1994 temel yıllı yerine 2003 temel yıllı yeni tüketici fiyat endeksi yayımlanmaya başlamıştır. Bu bağlamda, endeks değişiminin döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişi ne derecede etkilediği de üzerinde durulması gereken bir konu olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye için döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçiş etkisi Mc Carthy'nin (1999) vektör otoregresyon (VAR) modeli çerçevesinde incelendiğinde, dalgalı döviz kuru rejimi öncesi dönemde, döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişin büyük bir kısmının 4-5 ay gibi kısa bir dönemde tamamlandığı gözlenmektedir (Kutu 2.2.Grafik 1). Dalgalı döviz kuru rejimi sonrasında ise geçiş etkisinin tamamlanmasının daha uzun (yaklaşık 1 yıl) sürdüğü görülmektedir. Dalgalı döviz kuru rejimi sonrasında döviz kurundan enflasyona geçiş etkisinin zayıfladığı, fakat bu zayıflamanın boyutunun 2003 temel yıllı tüketici enflasyonunda bir önceki endekse (1994 temel yıllı) kıyasla daha sınırlı olduğu dikkat çekmektedir (Kutu 2.2.Tablo 1). Sonuçlar 2001 yılı sonrasında geçişkenlikte gözlenen zayıflamaya karşılık, yeni tüketici fiyat endeksi özelinde döviz kuru ve ithalat fiyatlarının halen önemini koruduğuna işaret etmektedir.



Kutu 2.2.Tablo 1. Kurdan Tüketici Fiyatlarına Geçişkenlik-Özet Tablo

	HİZ: Uzun dönemli döviz kuru geçişkenliğinin yüzde 80'inin tamamlanması ne kadar sürüyor? (Ay)		MİKTAR: 24 ayın sonunda döviz kurundaki değişimin ne kadar tüketici enflasyonuna yansıyor? (%)	
	Dalgalı döviz kuru rejimi öncesi	Dalgalı döviz kuru rejimi sonrası	Dalgalı döviz kuru rejimi öncesi	Dalgalı döviz kuru rejimi sonrası
1994=100 Temel Yıllı TÜFE	4-5	10-11	63	33
2003=100 Temel Yıllı TÜFE		9-10		42

Döviz kurundan tüketici enflasyonuna olan geçişkenliğin, yeni tüketici fiyat endeksinde 1994 temel yıllık endekse oranla daha yüksek olabileceğine yönelik saptamalar daha önceki raporlarımızda belirtilmiştir.⁽²⁾ Söz konusu geçişkenlik düzeyinin yeni endekste daha yüksek olmasında temel olarak yeni endekste, özellikle kira kaleminin sepet içerisindeki ağırlığının azalmasıyla, döviz kuruna duyarlılığı daha yüksek olan dış ticarete konu malların görece ağırlığının artmasının etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, bir önceki tüketici fiyat endeksinde dahil olmayıp, 2003 temel yıllık endekse yeni giren çeşitli teknoloji ürünleri (bilgisayar vb.) ile kombi, yurtdışı paket turlar gibi döviz cinsinden fiyatlandırılan bazı ürünlerin de bu gelişmede etkili olabileceği düşünülmektedir.

Sonuç olarak, 2001 yılı sonrasında döviz kurundan tüketici enflasyonuna geçişkenlik azalmak ile birlikte, yeni tüketici fiyat endeksi döviz kuruna karşı 1994 temel yıllık endekse kıyasla daha duyarlı bir görünüm ortaya koymaktadır.

Kaynaklar:

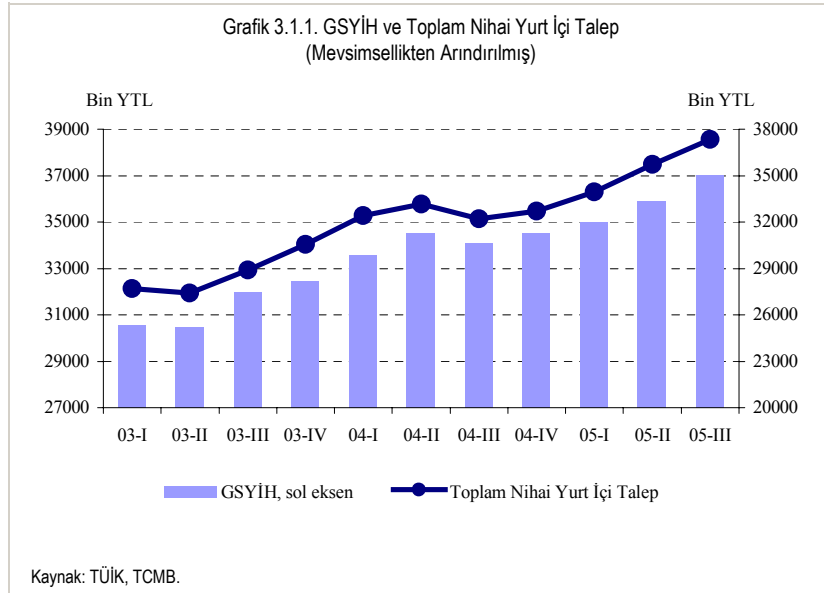
Kara, H. ve Ögüncü, F. (2005) "Exchange Rate Pass-Through in Turkey: It is Slow, but is it Really Low?", TCMB Çalışma Tebliği, No:05/10.
 McCarthy J. (1999) "Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies", BIS Working Papers, No.79.

⁽²⁾ Bakınız Para Politikası Raporu, 2004-IV, Kutu II.1 "Türkiye'de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçişkenlik: Fiyat Yapıcıların Davranış Kalıpları Değişiyor mu?"

3. Arz ve Talep Gelişmeleri

3.1. Arz-Talep Dengesi

Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH), 2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 7 oranında artarak büyümeye devam etmiştir. Böylelikle yılın ilk dokuz aylık döneminde GSYİH büyümesi bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 5,5 olarak gerçekleşmiştir. Geçen yılın ilk yarısındaki kuvvetli baz etkisinin belli sektörlerde zayıflaması, 2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde görece olarak daha yüksek bir yıllık büyüme oranının görülmesinde etkili olmakla birlikte, tek başına bu durumu açıklayan bir gelişme değildir. Zira, mevsimsellikten arındırılmış veriler, bu dönemde ekonomik aktivitenin hızlandığını göstermektedir (Grafik 3.1.1). Bu bilgiler yılın son üç aylık dönemine ilişkin mevcut verilerle birleştirildiğinde, makroekonomik program dahilinde yüzde 5 olarak belirlenen yıl sonu büyüme öngörüsünün aşılması beklenmektedir. Nitekim, TCMB Beklenti Anketi'nde 2005 yıl sonu GSMH büyüme beklentisi Aralık ayının ikinci anket döneminde yüzde 5,5 olarak belirtilmiştir.



2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde, yılın ilk yarısından farklı olarak, tarım sektörü katma değeri yüksek bir oranda artarak GSYİH büyümesine 1,3 puanlık katkı yapmıştır. Ayrıca, sanayi ve inşaat sektörü katma değerlerindeki istikrarlı büyüme sürerken, ticaret ve ulaştırma-haberleşme

sektörleri kaynaklı olmak üzere hizmet sektörü yılın ilk yarısına kıyasla büyümeye daha yüksek bir katkı yapmıştır.

Harcamalar yönünden incelendiğinde ise, bu dönemde GSYİH büyümesine en yüksek katkısı 7,3 puan ile özel tüketim harcamalarının yaptığı görülmektedir. Bu gelişmede, yılın ilk yarısında oldukça sınırlı bir oranda artış gösteren dayanıklı tüketim mallarının, bu dönemde yıllık yüzde 31,2 oranında artarak GSYİH büyümesine 3,5 puanlık katkı yapması etkili olmuştur. Öte yandan, özel yatırım harcamalarındaki güçlü büyüme eğilimi bu dönemde de sürerken, kamu harcamaları da yılın ilk yarısına benzer bir eğilim sergileyerek ekonomik büyümeyi desteklemiştir. Buna karşılık, ithalatın aksine ihracat artışlarındaki yavaşlama devam etmiş ve net ihracat, yılın ikinci üç aylık döneminde olduğu gibi büyümeye olumsuz katkı yapmıştır.

Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri
(Yıllık Yüzde Değişim)

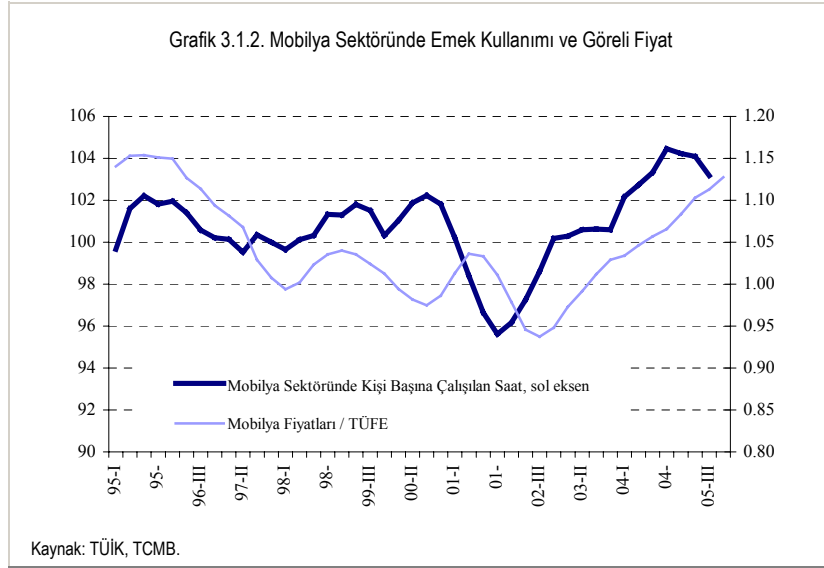
	2003		2004				2005				Dokuz Aylık
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III		
1-Tüketim Harcamaları	5,6	11,6	15,4	5,9	4,7	9,0	4,0	4,4	10,6	6,6	
Kamu	-2,4	2,6	-7,8	-7,0	11,1	0,5	4,3	4,0	3,3	3,9	
Özel	6,6	12,4	18,4	7,3	3,6	10,1	4,0	4,4	11,2	6,9	
Dayanıklı Tüketim Mal.	24,0	48,0	61,4	28,9	-5,7	29,7	1,5	2,6	31,0	11,2	
Gıda	4,1	5,3	2,6	0,0	5,4	2,8	4,6	8,8	10,3	8,3	
Yarı Day. Ve Day.sız	2,1	8,2	36,8	18,3	16,3	18,8	12,0	4,2	5,1	7,1	
2-Sabit Sermaye Yatırımları	10,0	57,6	47,4	26,1	11,2	32,4	6,9	17,9	27,8	18,1	
Kamu	-11,5	-5,9	-8,7	-10,8	0,9	-4,7	36,6	31,1	32,8	32,7	
Özel	20,3	65,5	63,1	38,9	17,7	45,5	4,8	15,8	26,7	15,9	
3- Stok Değişimi*	3,0	2,5	1,4	-1,2	2,5	1,1	0,1	-0,9	-2,8	-1,3	
4-Mal ve Hizmet İhracatı	16,0	10,9	17,2	8,2	14,4	12,5	11,3	4,7	2,7	5,8	
5-Mal ve Hizmet İthalatı	27,1	31,3	32,7	16,1	19,6	24,7	9,3	9,2	11,9	10,1	
6-Toplam Yurtiçi Talep	9,3	20,6	21,4	8,1	8,5	14,1	4,4	6,4	11,0	7,4	
7-Toplam Nihai Yurtiçi Talep	6,5	19,8	22,9	9,9	6,3	14,1	4,7	8,2	14,5	9,5	
8-GSYİH (Harcama Yoluyla)	5,8	11,8	14,4	5,3	6,3	9,0	4,8	4,2	7,0	5,4	

*GSYİH büyümesine katkı, yüzde.
Kaynak: TÜİK.

Bu gelişmeler çerçevesinde, yılın ilk üç aylık döneminde yıllık bazda GSYİH ile aynı oranda büyüyen toplam nihai yurt içi talep, ikinci üç aylık dönemde olduğu gibi, bu dönemde de GSYİH'nin oldukça üzerinde artış göstermiştir (Tablo 3.1.1). Mevsimsellikten arındırılmış veriler de toplam nihai yurt içi talepteki hızlı artış eğiliminin sürdüğünü göstermektedir (Grafik 3.1.1). Bu noktada, talep-enflasyon ilişkisi açısından, yurt içi talep kompozisyonunun irdelenmesi önem arz etmektedir.

2005 yılının üçüncü üç aylık dönemine ilişkin mevsimsellikten arındırılmış veriler incelendiğinde, özel tüketim alt gruplarından gıda, yarı-dayanıklı ve dayanıksız malların tüketimi bir önceki döneme kıyasla yavaşlayarak artarken, dayanıklı tüketim mallarına yönelik talep artışının oldukça hızlandığı gözlenmektedir. Dayanıklı tüketim harcamalarındaki

mevcut büyüme eğilimi, 2004 yılının ilk yarısına benzer bir dönem yaşandığına işaret etmektedir. Bu çerçevede, Yeni Türk lirasının güçlü konumu ve verimlilik artışlarıyla dış ticarete konu olan malların görece fiyatlarında gözlenen düşük düzeyler, finansman maliyetlerindeki düşüş eğilimi ile birlikte özellikle dayanıklı tüketim malları tüketimini körüklemektedir. Ancak, geçen yıldan farklı olan nokta, kamu harcamalarının yanı sıra inşaat sektöründeki gelişmeler doğrultusunda, bu dönemde büyümenin daha geniş bir sektörel tabana yayılmış olmasıdır. Bu nedenledir ki, iç talepteki canlanmaya dair göstergeler mevcut dönemde daha fazladır. Yıl başından bu yana yüksek oranlı artışlar gözlenen mobilya imalatı ile bu sektördeki fiyat gelişmeleri buna çarpıcı bir örnek teşkil etmektedir (Grafik 3.1.2). Dolayısıyla, yılın son üç aylık dönemine ilişkin veriler incelenmeden önceki resim, yılın üçüncü üç aylık dönemi itibarıyla, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azaldığı yönündeki öngörümüzü destekler niteliktedir.



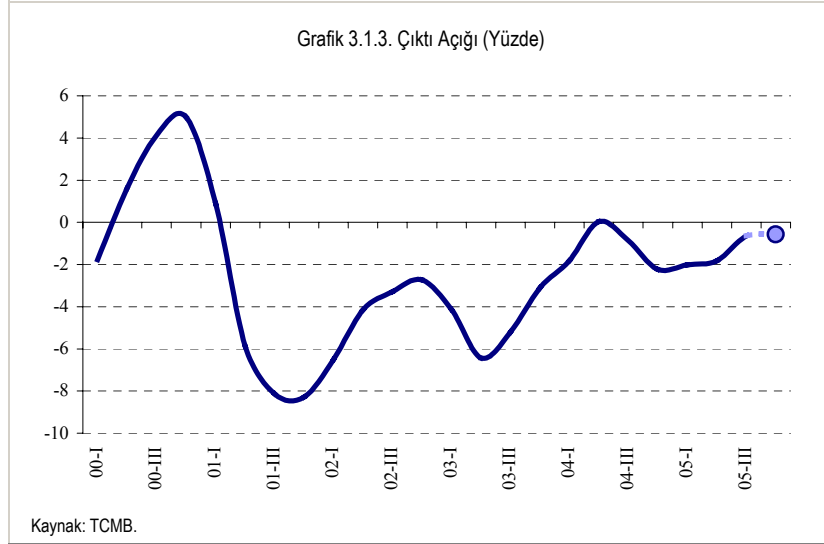
Ancak, yılın üçüncü üç aylık dönemindeki talep gelişmelerinin enflasyon açısından kaygıları azaltıcı yanları da bulunmaktadır. Bunlardan ilki, dayanıklı tüketim malları talebini gelir artışından ziyade daha çok görece fiyat avantajı belirlediğinden, böyle bir talep artışının enflasyon açısından bir risk oluşturmayacağıdır. Kaldı ki, bu mallara yönelik harcamaların finansmanı yalnızca cari dönem gelirine değil gelecek dönem gelirine de bağlıdır. Bu nedenle, faiz oranlarının gerilemesi ve ekonomiye duyulan güvenin artması, tüketicilerin görece fiyat avantajından faydalanma güdüsünü harekete geçirmekte ve sözü edilen mallara yönelik talepte zamanlararası ikame etkisi

yaratmaktadır. Diğer bir deyişle, cari dönem gelirinde yüksek bir artış olmaksızın harcamaların yoğun kredi kullanımı ile finanse edilmesi, gelecek dönem tüketiminin feda edilmesi anlamına gelmektedir. Kuşkusuz, bu durum yalnızca dayanıklı tüketim malları için değil, uzayan vadelerde taksitli satış imkanlarının olduğu yarı-dayanıklı ve dayanıksız mal grupları için de geçerlidir.

İkinci olarak, her zaman vurgulandığı üzere, kısa vadede yurt içi talebi artıran bir harcama bileşeni olmasına karşın yatırımlar, verimlilik ve birim maliyetler kanalıyla, enflasyonist olmayan büyüme açısından önemini sürdürmektedir. Ekim 2005 Para Politikası Raporu'nda, yılın ikinci üç aylık döneminde yatırım harcamalarının GSYİH büyümesine yaptığı katkının toplam tüketim harcamalarına kıyasla yüksek olduğu, dolayısıyla yurt içi talep kompozisyonunun enflasyon açısından olumlu algılanması gerektiği belirtilmişti. Yılın üçüncü üç aylık döneminde bu durum tersine dönmüş görünse de, dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalar dışlandığında, yatırım harcamalarının yaptığı katkının görece olarak hâlâ yüksek olduğu görülmektedir.

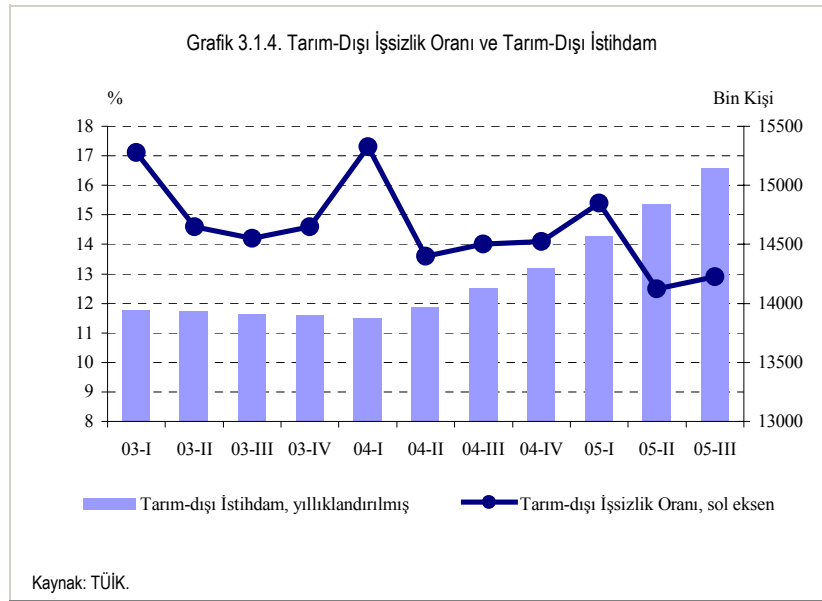
Yılın üçüncü üç aylık dönemdeki talep gelişmelerine ilişkin değerlendirmelerin yanı sıra, iç talepteki hızlı büyüme eğiliminin son üç aylık dönemde de korunup korunmadığının değerlendirilmesi, talep-enflasyon ilişkisine dair algılamalara ışık tutacaktır. Bu amaçla seçilmiş göstergelerdeki gelişmeler şu şekilde özetlenebilir: Mevsimsellikten arındırılmış verilerle beyaz eşya yurt içi satışları Ekim ayından sonra Kasım ayında da gerilerken, özel tüketim harcamalarına ilişkin öncü bir gösterge olan Merkez Bankası Özel Tüketim Endeksi (MBÖTE) Ekim-Kasım dönemi itibarıyla yılın üçüncü üç aylık dönemdeki düzeyini korumuştur. Öte yandan, mevsimsellikten arındırılmış veriler, yurt içine yapılan otomobil satışlarındaki artış eğiliminin yılın son üç aylık döneminde de sürdüğünü göstermektedir. Benzer şekilde, mevsimsellikten arındırılmış verilerle sanayi üretiminin Ekim-Kasım dönemindeki ortalama düzeyi bir önceki üç aylık dönemin üzerinde gerçekleşmiştir. Harcamaların finansmanı açısından incelendiğinde ise, reel tüketici kredisi artışı Ekim ve Kasım aylarında yavaşlarken Aralık ayında yeniden hızlanmıştır. Dolayısıyla, yılın son üç aylık dönemine ilişkin mevcut talep, üretim ve kredi göstergeleri, ekonomik aktivitenin canlılığını koruduğuna işaret etmektedir.

Buraya kadar sunulan bilgiler çerçevesinde, talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkının azaldığı açıktır. Zira, çıktı açığına ilişkin tahminler de bu yönde sinyal vermektedir (Grafik 3.1.3). Orta vade talep-enflasyon ilişkisi açısından benzer bilgi taşıyan bir diğer gösterge ise tarım-dışı istihdam gelişmeleridir.



Ekonominin normalleşme sürecinde, fiyatlama davranışı ile olan ilişkisinin güçlenecek olması nedeniyle istihdamın, para politikası kararlarında ağırlığının artacağı kamuoyu ile paylaşılmalı bir husustur. Bu çerçevede, son dönemde açıklanan istihdam gelişmelerinin analizi önem taşımaktadır. 2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde toplam istihdam ve özel sektör istihdamı geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 0,2 ve yüzde 0,7 oranlarında azalmıştır. Böylelikle, toplam istihdam ve özel sektör istihdamında 2004 yılının ikinci üç aylık döneminden bu yana yıllık bazda gözlenen artış eğilimi son bulmuştur. Ancak, dikkat çekilmesi gereken nokta bu durumun istihdam eğiliminde bir bozulmaya işaret etmediğidir. Nitekim, çalışılan yer ve ekonomik faaliyete göre istihdam verileri incelendiğinde, özel sektör istihdamının önemli bir kısmının tarım sektörü istihdamından oluştuğu görülmektedir. Bu dönemde, tarım sektörü istihdamı yıllık olarak yüzde 15 oranında gerilemiştir. Buna karşılık, tarım sektörü dışlandığında, aynı dönemde toplam istihdam ve özel sektör istihdamındaki yıllık artış oranları sırasıyla yüzde 8,2 ve yüzde 9,2 olmaktadır. Bu açıdan düşünüldüğünde, tarım-dışı istihdamın yıllık bazda çok yüksek artışlar göstermeye devam etmesi, ekonomik faaliyetteki canlılığın istihdama destek verdiğini göstermektedir. Tarım-dışı istihdamın 2004 yılının ikinci çeyreğinden bu yana istikrarlı bir

şekilde hızlanarak artması ve tarım-dışı işsizlik oranındaki hızlı gerileme, ekonominin istihdam yaratma performansı açısından arzulan bir durum olmakla birlikte, talep genişlemesine destek veren bir yanı da bulunması nedeniyle yakından izlenmesi gereken bir gelişmedir (Grafik 3.1.4). Bu noktada, enflasyon dinamikleri açısından rolü sürekli olarak vurgulanan verimlilik gelişmelerinin mevcut ve gelecek dönemdeki seyrinin incelenmesi önem arz etmektedir.¹

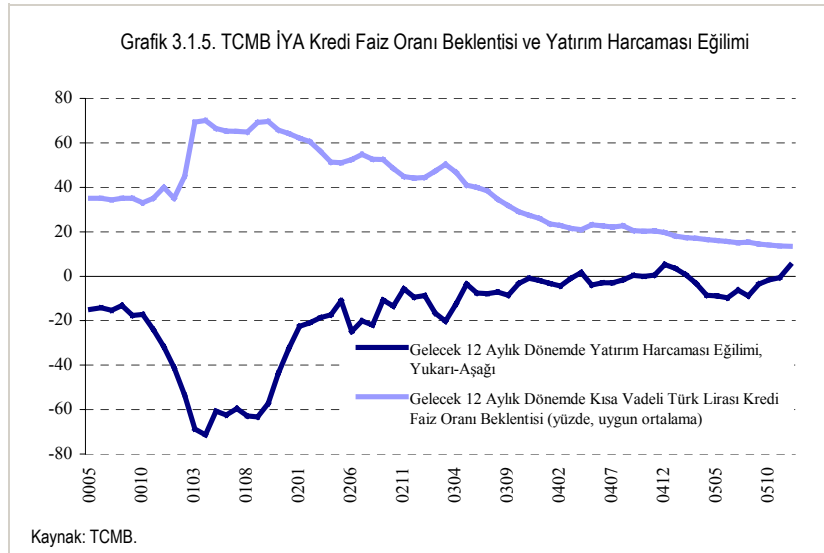


Toplam faktör verimliliğindeki artışların sürdürülebilir olmasında ekonomideki yapısal reform sürecinin devamı kritik öneme sahiptir. Kamu sektörünün gerek mali yük gerekse üretim aktivitesi bağlamında ekonomideki rolünün azaltılmasına yönelik çabalar, bu sürecin önemli bir ayağını oluşturmaktadır. 2005 yılında yakalanan özelleştirme performansı, cari açığın finansmanına katkı sağladığı gibi, daha rekabetçi bir ortamda firmaları, verimlilik kazanımlarına yönelik çabalarını yoğunlaştırmaya teşvik edecektir. Enerji ve haberleşme sektörlerinde faaliyet gösteren başlıca kuruluşlar olan TÜPRAŞ ve Türk Telekom'un özelleştirilmesinin 2005 yılında tamamlanması, bu açıdan dikkate değer bir gelişmedir. Nitekim, yapısal düzenlemeler çerçevesinde, enerji sektörünün 2003 yılından bu yana hızlı verimlilik artışları sergilemesi ve sanayi üretimine istikrarlı biçimde katkı yapıyor olması sürpriz değildir. Dahası, özelleştirme portföyündeki şirketlerin kompozisyonu, enerji ve ulaştırma sektörlerinde orta vadede verimlilik kazanımlarını mümkün

¹ Ayrıntılar için bakınız Kutu 3.1.

kılacak niteliktedir. Kuşkusuz, hizmet sektöründeki verimlilik artışının doğrudan etkisinin yanı sıra bu sektör çıktısını ara girdi olarak kullanan sektörlerle olan dolaylı etkisi bağlamında ikili bir kazanımdan söz edilebilir.² Diğer bir deyişle, dış ticarete konu olmayan bu sektörlerde rekabet ve verimliliğin artması, dış ticarete konu olan sektörlerle yayılma etkileri bakımından da önemlidir.

Öte yandan, yatırım harcamalarına ilişkin göstergeler de olumlu seyrini koruyarak, sermaye derinleşmesinin verimlilik artışlarına destek vereceği yönünde sinyal vermektedir. Yılın son üç aylık dönemine ilişkin göstergeler incelendiğinde, Ekim-Kasım döneminde makine-teçhizat ve elektrikli makine imalatının yanı sıra sermaye malları ithalatının da geçen yılın aynı dönemine göre yüksek oranlarda artması, yatırım harcamalarındaki artışların sürdüğünü göstermektedir. Yılın son üç aylık dönemine ilişkin ticari araç yurt içi satışları da benzer bilgi taşımaktadır. TCMB İktisadi Yönelim Anketi (İYA) gelecek on iki aylık döneme ilişkin yatırım eğilimi de Aralık ayı itibarıyla güçlü seyrini sürdürmüştür (Grafik 3.1.5). Yatırımcı güvenindeki olumlu gidişatın yanı sıra, kredi koşullarındaki iyileşme ve yatırım mallarındaki görece fiyat avantajının, makine-teçhizat yatırımlarını desteklemesi beklenmektedir.



Makine-teçhizat yatırımlarının yanı sıra inşaat yatırımları da 2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde hızlı bir şekilde büyümeye devam etmiştir. TÜİK

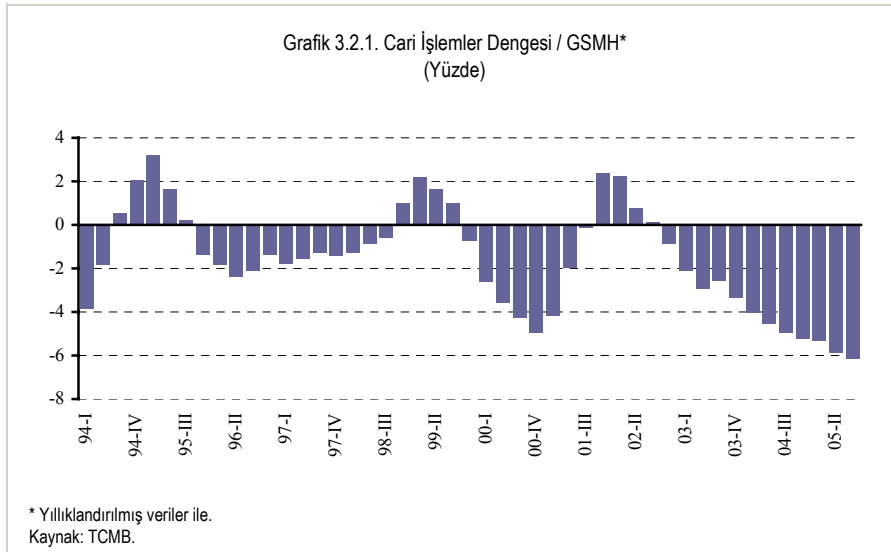
² Bkz. Giuseppe Nicoletti ve Stefano Scarpetta (2005), "Regulation and Economic Performance: Product Market Reforms And Productivity In The OECD", OECD Economics Department, Çalışma Tebliği Sayı. 460, ECO/WKP(2005)47.

tarafından yayınlanan inşaat istatistikleri, yapı ruhsatlarındaki artışın yılın üçüncü üç aylık döneminde de devam ettiğini göstermektedir. Yapı ruhsatlarının inşaat sektörü katma değeri ve inşaat yatırım harcamaları hesaplarını gecikmeli olarak etkilediği dikkate alındığında, inşaat katma değerinin önümüzdeki dönemde de artacağı düşünülmektedir. Konut kredilerindeki mevcut eğilime ek olarak, borçlanma koşullarının önümüzdeki dönemdeki seyrine ilişkin iyimser beklentiler de inşaat sektöründeki canlılığın süreceği yönünde sinyal vermektedir.

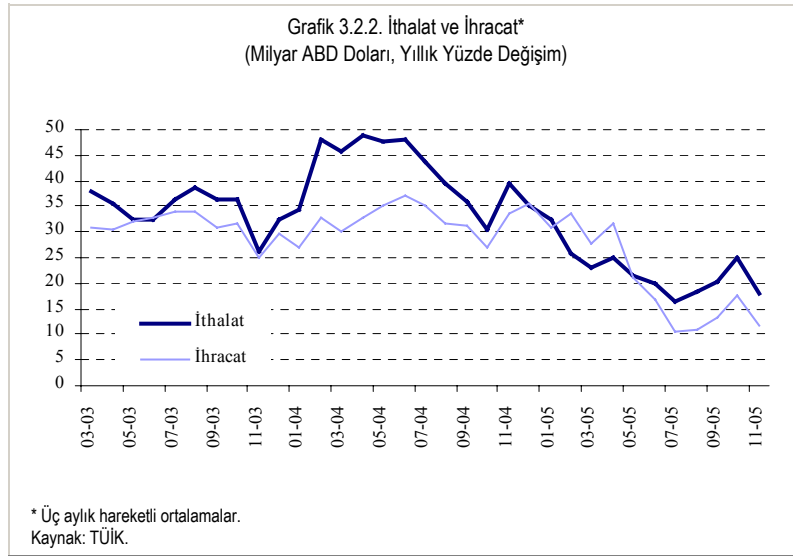
Özetle, 2005 yılının ikinci yarısındaki gelişmeler, talep koşullarının enflasyondaki hızlı düşüş sürecine verdiği katkının geçmiş yıllara kıyasla oldukça azaldığını göstermektedir. Büyümenin arz yönlü kaynakları incelendiğinde ise, yatırımların, GSYİH içindeki payını 2004 yılından sonra 2005 yılında da artırarak ekonomideki sermaye stoku büyümesini hızlandırdığı görülmektedir. Bu durumun, verimlilik kazanımlarını desteklemesiyle birlikte, enflasyondaki düşüş sürecine katkısını sürdürmesi beklenmektedir. İstihdam gelişmelerinde dikkat çeken nokta ise, tarım-dışı sektördeki yüksek oranlı artışların, iç talebe ilişkin içerdiği bilgi açısından dikkatle takip edilmesi gerekliliğidir.

3.2. Dış Talep

Yıllıklandırılmış veriler ile incelendiğinde, 2005 yılının ilk dokuz ayı itibarıyla cari açığın Gayri Safi Milli Hasıla'ya (GSMH) oranı yüzde 6 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 3.2.1). Yılın ilk on bir ayı itibarıyla ise cari açık 18,7 milyar ABD doları olmuştur.



TÜİK tarafından açıklanan verilere göre, 2005 yılının ilk on bir aylık döneminde 2004 yılının aynı dönemine kıyasla ihracat yüzde 16,5, ithalat ise yüzde 20,1 oranında artmıştır. 2004 yılındaki yüksek oranlı artışlardan sonra gerek ihracatın gerekse ithalatın artış oranının gerilediği görülmektedir. Bununla birlikte, ihracattaki yıllık artış oranının yılın ikinci yarısında gerilediği ve ithalattaki artış oranının oldukça altında gerçekleştiği görülmektedir (Grafik 3.2.2). Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) tarafından açıklanan veriler, ihracattaki yıllık artış oranının Aralık ayında da düşük bir oranda gerçekleşeceğine işaret etmektedir.



İthalatın kompozisyonu incelendiğinde, ara malı ithalatındaki artışın toplam ithalat artışına en yüksek katkıyı yapmaya devam ettiği görülmektedir. Petrol fiyatlarındaki artışın, ara malı ithalatına önemli ölçüde arttırıcı etkisi olmuştur. 2005 yılının ilk on bir aylık döneminde ara malı ithalatı artış oranı yüzde 22,1 olurken, ara mallarından yakıt ve yağlar kalemi çıkarıldığında söz konusu artış oranı yüzde 13,3 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yedi aylık dönemde düşük oranlarda artan tüketim malları ithalatının Ağustos ayından itibaren oldukça yüksek oranlarda artmaya başladığı dikkat çekmektedir. Benzer bir eğilim, tüketim malları kadar belirgin olmasa da, yatırım malları ithalatında da gözlenmektedir. Tüketim ve yatırım malları ithalatında gözlenen söz konusu canlanmada, 2004 yılının ikinci yarısında zayıflayan baz etkisi ve Yeni Türk lirasının bulunduğu seviyenin yanı sıra petrol dışı ithalat fiyatlarında genel olarak gözlenen gerilemenin de etkili olduğu düşünülmektedir. Tüketim ve yatırım malları ithalat fiyat endekslerinin Haziran ayında başlayan yıllık bazda gerileme eğilimi Kasım itibarıyla devam etmektedir.

Cari işlemler açığının 2005 yılı sonunda GSMH'nin yüzde 6,2'si civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki ve uzun vadeli kredi kullanımındaki artış eğilimi, cari açığın, finansman açısından kısa vadede önemli bir risk taşımadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, cari açığın kurlar ve bekleyişler yoluyla enflasyon hedefi açısından risk oluşturmayacağı düşünülmektedir. Buna karşın, ihracat artışlarında gözlenen yavaşlama, cari açığın ve büyümenin sürdürülebilirliği açısından yakından izlenmektedir. Cari açığın sürdürülebilir olmasında finansman yapısındaki iyileşmenin yanında uzun vadeli bir perspektifle ihracat potansiyelinin yükseltilmesi de kritik öneme sahiptir. Bu noktada, reel kur düzeyinin ihracatın tek ve ana belirleyicisi olmadığına anlaşılabilir yapısal unsurlara odaklanılması gerekliliği bir kez daha vurgulanmalıdır. Dolayısıyla, istihdam üzerindeki vergi yükünün azaltılması ve enerji maliyetlerinin düşürülmesi gibi maliyet düşürücü önlemlerin mali disiplinle çelişmeyecek şekilde alınmasının yanı sıra, rekabetin artırılması ve yatırım ortamının iyileştirilmesi gibi verimlilik artışlarını teşvik edecek yapısal düzenlemelerin devamlılığı büyük önem taşımaktadır.

3.3. Maliyetler

2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde imalat sanayi istihdamı geçen yılın aynı dönemine göre azalmış, aynı dönemde üretim artışının devam etmesiyle birlikte iş gücü verimliliğinde yüksek oranlı artış gerçekleşmiştir. Ancak, imalat sanayi verimliliğinde gözlenen olumlu gelişmelerin temkinli yorumlanması gerekmektedir.³ Öte yandan, imalat sanayinde reel ücretler gerek kamu sektöründe gerekse özel sektörde artış eğilimini devam ettirmektedir (Tablo 3.3.1).

	2003					2004				2005				
	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III
İstihdam⁽¹⁾	1,8	0,7	2,7	2,2	2,2	2,0	1,9	-1,7	-1,8					
Kamu	-6,8	-13,6	-11,0	-9,6	-9,7	-11,0	-10,2	-7,1	-8,6					
Özel	3,1	2,4	4,5	3,7	3,6	3,6	3,2	-1,2	-1,1					
Ücret⁽²⁾	-1,9	0,2	5,1	3,4	1,6	2,5	3,2	2,1	1,6					
Kamu	-5,3	2,9	7,7	5,6	2,9	4,7	8,7	5,4	9,0					
Özel	0,6	2,5	7,5	5,3	3,9	4,8	3,5	2,0	1,0					
Verimlilik⁽³⁾	7,2	8,5	13,6	6,4	1,6	7,3	5,1	4,3	6,1					
Kamu	8,1	14,8	13,1	5,6	8,5	10,5	7,0	11,8	4,3					
Özel	7,9	9,0	15,0	7,6	1,2	8,0	6,1	3,4	5,2					
Kazanç⁽⁴⁾	-6,3	-0,6	3,7	1,5	-0,5	1,3	2,8	2,7	2,5					
Kamu	-5,6	-0,6	9,2	1,2	2,5	3,2	10,6	3,5	8,8					
Özel	-4,7	2,6	5,9	4,6	2,3	4,3	2,9	3,2	2,0					

Kaynak: TÜİK.

(1) İmalat Sanayinde Üretimde Çalışanlar Endeksi, 1997=100.

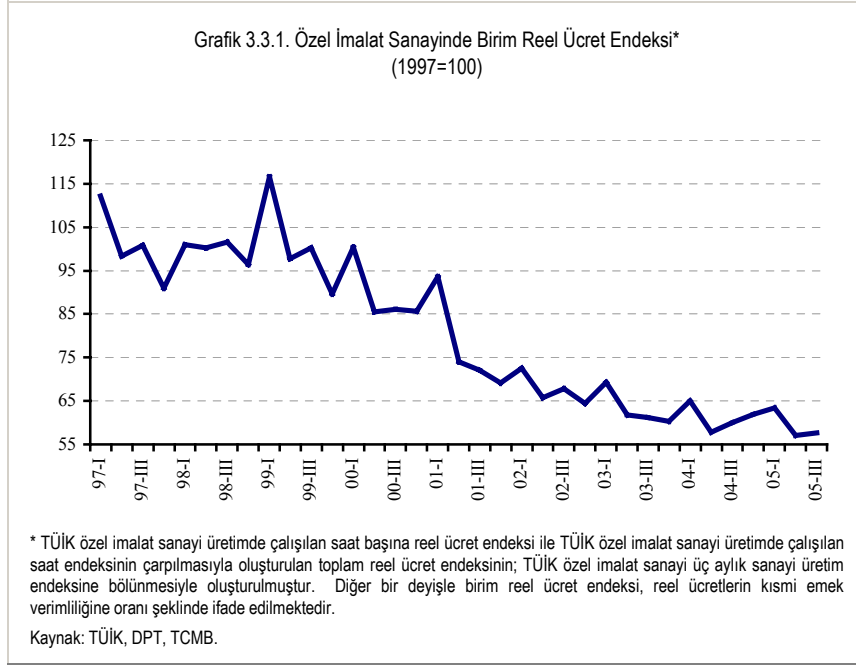
(2) Dönemler itibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Reel Ücret Endeksi, 1997=100.

(3) Dönemler itibarıyla Üretimde Çalışılan Saat Başına Kısmi Verimlilik Endeksi, 1997=100.

(4) Dönemler itibarıyla Üretimde Çalışan Kişi Başına Reel Kazanç Endeksi, 1997=100.

³ Ayrıntılar için bakınız Kutu 3.1.

Özel imalat sanayinde, verimliliğin yüksek bir oranda artarak reel ücretlerdeki artışın oldukça üzerinde gerçekleşmesi sonucunda, reel birim ücretler bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 4 oranında gerilemiştir (Grafik 3.3.1). Bu çerçevede, reel birim ücretlerin enflasyon ve imalat sanayinin rekabet gücü açısından olumlu düzeyini koruduğu düşünülmektedir.



Kamu sektöründe 2006 yılı için öngörülen gelirler politikasına bakıldığında, işçi ücretlerine yapılan zammın enflasyon hedefine yakın bir oranda olduğu görülmektedir. Ancak, ortalama memur maaşında enflasyon hedefinin oldukça üzerinde, yüzde 12,7 oranında artış belirlenmiştir. Öte yandan, 2006 yılı için asgari ücrete yüzde 8,6 oranında zam yapılmıştır. Dolayısıyla, reel ücretlerin 2006 yılında da artış eğilimini sürdürmesi beklenmektedir. Bu noktada, verimlilik kazanımlarının fiyat istikrarının sağlanması konusundaki önemi daha da artmaktadır.

Maliyetleri etkileyen bir diğer unsur olan hammadde fiyatları yüksek seviyelerini korumaya devam etmektedir (Tablo 3.3.2). Uluslararası piyasalarda ham petrol fiyatları Eylül ayında rekor seviyelere ulaştıktan sonra gerilemeye başlamış, ancak bu gerileme eğilimi, olumsuz hava koşullarının da etkisiyle tersine dönmüştür. Öte yandan, 12 Aralık 2005 tarihinde yapılan OPEC toplantısında, mevcut arz seviyesinin yeterli düzeyde olduğuna dair işaretler bulunduğu, bu sebeple üretim artışının düşünülmediği belirtilmiştir.

Sonuç olarak, kış aylarında mevsimsel olarak petrol talebinin yüksek seyretmesi nedeniyle, 2006 yılının ilk çeyreğinde petrol fiyatlarının bir önceki çeyreğe göre gerilemesi beklenmemektedir.

Uluslararası metal fiyatlarında ise yükseliş eğiliminin güçlenerek yılın son çeyreğinde de devam ettiği görülmektedir. Üretim artışlarının gecikmeli olarak talep artışlarına yanıt vermesi, bununla beraber bazı metallerde talep artışının stoklardan karşılanmış olması, Çin ve Hindistan kökenli talebin canlılığını korumaya devam etmesi gibi nedenlerle 2006 yılının ilk çeyreğinde uluslararası metal fiyatlarında herhangi bir gerileme beklenmemektedir. TÜİK tarafından açıklanan ithalat birim değer endeksinde ise yıl boyunca devam eden gerileme eğiliminin Ekim ayında tersine döndüğü ve 2,5 puanlık artış gerçekleştiği görülmektedir. Sonuç olarak, petrol başta olmak üzere, hammadde fiyatlarının 2006 yılı enflasyon hedefi açısından risk oluşturmaya devam etmesi beklenmektedir.

Tablo 3.3.2. Hammadde Fiyatlarına İlişkin Göstergeler									
	2004					2005			
	I	II	III	IV	Yıllık	I	II	III	IV
İthalat Birim Değer Endeksi	111,4	112,7	116,6	123,3	116,0	125,4	124,6	122,9	125,4 ⁽¹⁾
Ham Petrol Fiyatları (\$/varil)	30,0	32,0	36,7	39,6	34,6	41,7	48,0	56,6	54,1 ⁽²⁾
Emtia Fiyatları Endeksi	117,3	126,7	136,1	140,9	130,2	151,4	162,0	182,2	180,6 ⁽¹⁾
Metal Fiyatları Endeksi	130,0	130,2	133,8	141,9	134,0	161,5	163,5	168,2	172 ⁽¹⁾

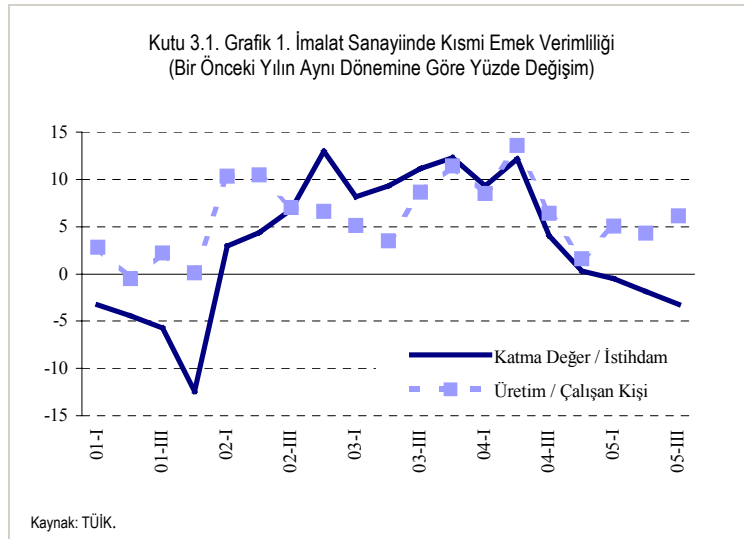
(1) 2005 yılı dördüncü çeyrek verileri Ekim ayını kapsamaktadır.

(2) Kasım ve Aralık ayları verileri için tahmin kullanılmıştır.

Kaynak: DPT, IFS, TÜİK.

KUTU 3.1. İMALAT SANAYİNDE VERİMLİLİK GELİŞMELERİ

İmalat sanayindeki verimlilik gelişmeleri TÜİK tarafından üçer aylık dönemler itibarıyla yayınlanan 'İmalat Sanayinde Çalışanlar, Üretimde Çalışılan Saat ve Kısmi Verimlilik Endeksi' bültenleri yoluyla izlenmektedir. 2005 yılının üçüncü üç aylık dönemi itibarıyla, imalat sanayi üretiminin, üretimde çalışan kişi endeksine bölünmesiyle elde edilen kısmi emek verimliliğindeki artışlar devam etmiştir. Buna karşılık, kısmi emek verimliliği, sektör katma değeri ve Hane Halkı İşgücü Anketi'nde yayınlanan istihdam verileri ile hesaplandığında, iki ayrı verimlilik göstergesinin 2005 yılının başından bu yana ters yönlü sinyal verdiği ve bu durumun yılın üçüncü üç aylık döneminde belirginleştiği görülmektedir (Kutu 3.1. Grafik 1). Bunun temel kaynağı, katma değer ve üretim rakamlarından ziyade iki farklı anketten elde edilen istihdam verilerindeki farklılaşmadır. Zira, 2005 yılının üçüncü üç aylık döneminde, imalat sanayinde çalışan kişi endeksi geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 1,8 oranında gerilerken, Hane Halkı İşgücü Anketi'nde yer alan imalat sanayi istihdamındaki büyüme yüzde 8,9 olmuştur.



Bu noktada, imalat sanayi istihdamına ilişkin söz konusu iki anketin türetilmesinde kullanılan veri kaynaklarındaki farklılıkların anlaşılması, anket sonuçlarının yorumlanması açısından önem kazanmaktadır. 'İmalat Sanayi Üretimde Çalışanlar Endeksi' imalat sanayinde faaliyet gösteren tüm kamu işyerleri ile özel sektörde 10 ve daha fazla kişi çalışan imalat sanayi işyerlerinin katma değerinin yaklaşık % 89' unu oluşturan orta ve büyük ölçekli işyerlerinde uygulanan 'Üç Aylık Sanayi Üretim Anketi' ile derlenmektedir. 'Hane Halkı İşgücü Anketi' ise, Türkiye çapında yüzyüze anket yoluyla, belirlenen örneklem çerçevesinde derlenmektedir.

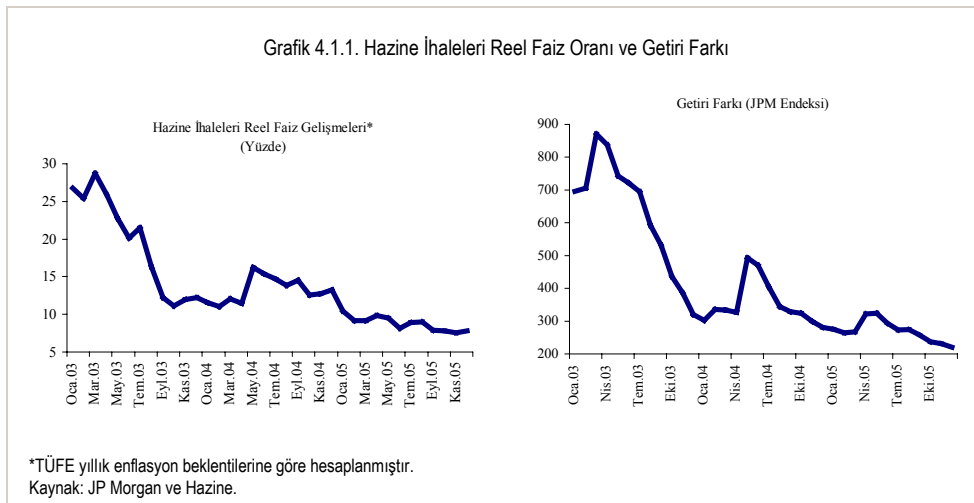
2004 yılı üçüncü çeyreğinde imalat sanayinde üretimde çalışanlar endeksine dahil firmalarda üretimde çalışan sayısının, Hane Halkı İşgücü Anketi'nden elde edilen imalat sanayi istihdamına oranı yüzde 19,1, bu firmalarda toplam çalışanların (üretimde ve diğer işlerde) oranı ise yüzde 24,3'tür. Dolayısıyla, imalat sanayi katma değerinin büyük bir kısmını oluşturan firmaların istihdamdaki payı oldukça düşüktür. İmalat sanayinde çalışanlar endeksinin türetilmesine yönelik anketin, alt sektörler bazında katma değerinin yüzde 89'unu oluşturan firmalara uygulanması nedeniyle, bu firmalardaki verimlilik ve birim maliyet gelişmeleriyle tutarlı genel fiyatlama davranışını daha iyi yansıtması beklenebilir. Buna karşılık, Hane Halkı İşgücü Anketi verilerinin ekonomideki genel istihdam ve dolayısıyla istihdam kaynaklı talep artışlarına daha iyi gösterge olması beklenmelidir. Öte yandan, Hane Halkı İşgücü Anketi'nin kayıt-dışı istihdamı temsil gücündeki görece üstünlüğü, imalat sanayindeki verimlilik artışlarının sürdüğü yönündeki verilere ihtiyatlı yaklaşma gereğini doğurmaktadır. 2005 yılı üçüncü üç aylık dönem Hane Halkı İşgücü Anketi verileri, tarım dışı faaliyetlerde ücretli çalışanlarda kayıt-dışılık oranının geçen yılın aynı dönemine göre arttığını göstermektedir. Kayıt-dışı istihdamda gözlenen artışın, İmalat Sanayi Çalışanlar Endeksi hesaplanırken kullanılan örnekleme de gerçekleşmiş olma olasılığı, kısmi işgücü verimliliğinde görülen yüksek oranlı artış yorumlanırken temkinli olunmasını gerektirmektedir.

4. Mali Piyasalar ve Finansal Aracılık

4.1. Mali Piyasalar

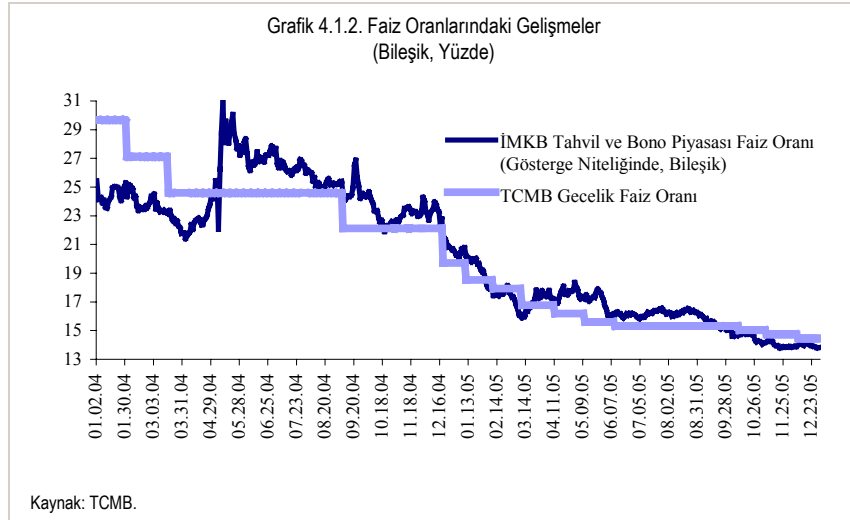
2005 yılı başından itibaren beklentilerde süregelen iyileşmeler ve risk primindeki düşüş devam etmektedir. Yıl sonu enflasyon hedefinin tutması ve bütçe hedeflerinin ulaşılabilir olduğunun anlaşılması bu sürece destek vermektedir. Son dönemde, uluslararası derecelendirme kuruluşu Moody's tarafından Türkiye'nin notunun bir kademe yükseltilmesi, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile ilişkilerin uygulanabilir bir reform takvimiyle yeniden belirlenmesi ve Avrupa Birliği üyelik süreci mali piyasalar açısından öne çıkan olumlu gelişmeler olmuştur. Diğer taraftan, cari işlemler açığının 2005 yılı başındaki tahminlerin oldukça üzerinde seyretmesi bazı uluslararası kuruluşların Türkiye ekonomisine temkinli yaklaşmasını beraberinde getirmiştir. Ancak, özelleştirmede kaydedilen performans ve faiz dışı fazla hedefinin 2006'da da sıkı maliye politikasına işaret etmesi, beklentilerde bu kanaldan doğabilecek bozulmaları kontrol altında tutmuştur. 2005 yılının son aylarında sermaye hareketleri Türkiye'nin lehine olmaya devam etmiştir.

Uluslararası likidite koşulları da gelişmekte olan ülkeler lehine seyretmektedir. ABD'de kısa dönemli faiz artırımlarının 2006 ortasında sona ermesi ve Avrupa Merkez Bankasının dört yıldan sonra yaptığı çeyrek puanlık artırımın bölge ekonomilerinde gözlenen düşük büyüme sebebiyle sürekli olmaması beklenmektedir. Bu koşullar altında, 2006 yılında gelişmekte olan ülkelere önemli sayılabilecek miktarda fon çıkışının olması ihtimali azalmıştır.



Olumlu yurt içi likidite koşulları ile beraber kamu borçlarının milli gelire oranındaki düşüş eğiliminin devam etmesi, Hazine'nin TCMB nezdinde bulunan yüksek nakit bakiyesi ve önümüzdeki yıl bütçe açığının milli gelire oranının Maastricht kriteri olan yüzde 3'ün altına düşeceğine dair beklentiler; Hazine'nin reel borçlanma maliyetinin ve ülke risk primi göstergesi olan getiri farkının (spread) azalma eğilimini desteklemiştir (Grafik 4.1.1). 2001 krizinden sonra kamu ve özel bankaların sermaye yapılarının bozulması nedeniyle Hazine üzerinde oluşan ek borç yükünün kamu dengesini bozucu etkisi, özellikle 2005 yılında etkisini yitirmeye başlamıştır. Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından yürütülen varlık satışlarından elde edilen gelirlerin ve özelleştirme gelirlerinin 2006 yılında borçlanma gereğini azaltmaya devam etmesi beklenmektedir.

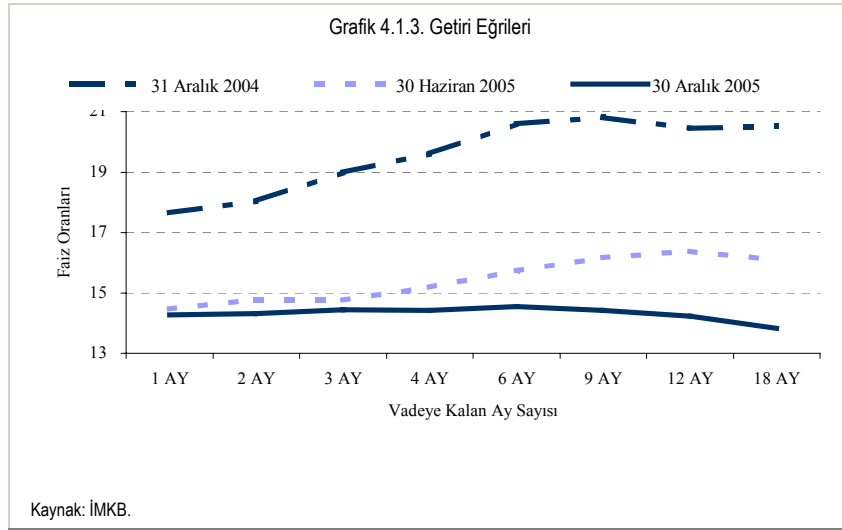
3 Ekim 2005 tarihinde Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakere sürecinin başlayacağını kesinleşmesi ekonomideki olumlu beklentileri kuvvetlendirmiş ve Hazine borçlanma araçlarına olan talebi artırmıştır. Diğer taraftan, 2006 yılından itibaren ihraç edilecek tahvil ve bonolardan stopaj kesintisi yapılacak olması da mevcut kıymetlere olan talebi artıran önemli bir faktör olmuştur. Stopaj uygulamasının brüt borçlanma maliyetleri üzerinde gözlenebilecek kısmi olumsuz etkisinin, kamu kesimi borçlanma gereğindeki azalış ile dengelenmesi beklenmektedir.



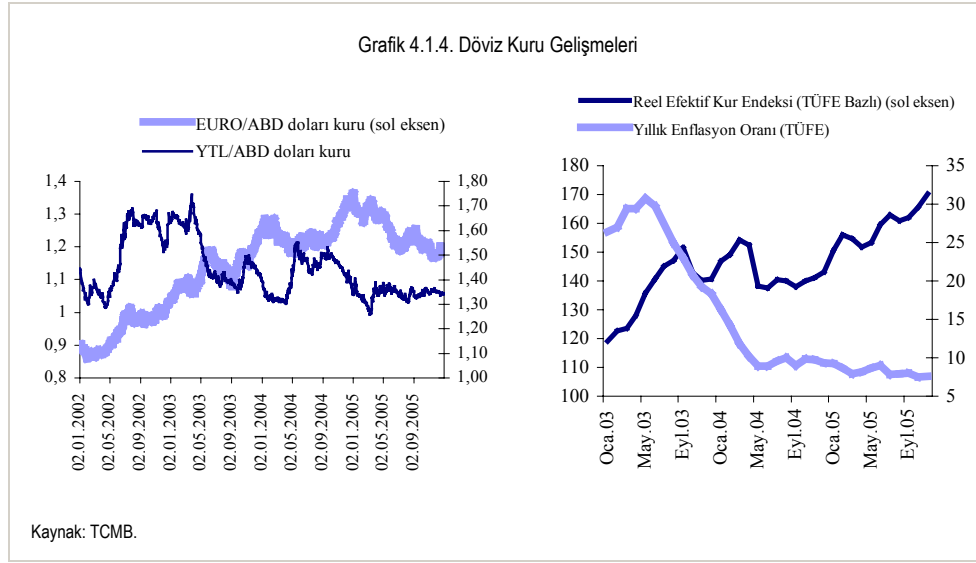
TCMB, 2005 yılı başında yüzde 18 olan kısa vadeli borçlanma faizini kademeli olarak indirerek yıl sonunda yüzde 13,5 seviyesine düşürmüştür. İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nda oluşan gösterge niteliğindeki faiz oranının hareketi de TCMB faiz kararlarını takip etmiştir (Grafik 4.1.2). 2005 yılı Ekim

ayından sonra ise gösterge faizin TCMB kısa vadeli borçlanma faizinin de altında seyretmekte olduğu görülmektedir.

Getiri eğrileri, 2005 yılı ortasında 2004 yılı sonuna kıyasla her vadede aşağı kaymıştır. Bu gelişmede, TCMB'nin faiz indirimleri, beklentilerin olumlu seyrini sürdürmesi ve yukarıda sıralanan gelişmeler eşliğinde risk priminde süregelen düşüş etkili olmuştur. Yılın ikinci yarısından itibaren faiz indirimlerinin yavaşlaması sebebiyle, yıl sonunda oluşan faiz hadlerinin, Haziran 2005 sonuna göre her vadede daha aşağıda olmakla beraber, yılın ilk yarısına göre daha sınırlı bir düşüş gösterdiği görülmektedir (Grafik 4.1.3). Ayrıca, Haziran sonunda faiz oranlarında 12 aylık vadeden itibaren gözlemlenen azalan eğimli getiri eğrisi, yıl sonunda 6 aylık vadeden itibaren oluşmaya başlamıştır. 2006 yılında beklentiler kanalından verim eğrisini etkileyebilecek unsurların başında para politikasının duruşu, Avrupa Birliği yakınsama süreci ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi gelmektedir. Ayrıca, Hazine borçlanma araçlarına yabancı talebi, TMSF ile özelleştirme gelirleri ve kurumlar vergisi oranındaki indirimin toplam vergi gelirlerine etkisi verim eğrisi üzerinde belirleyici olabilecektir.

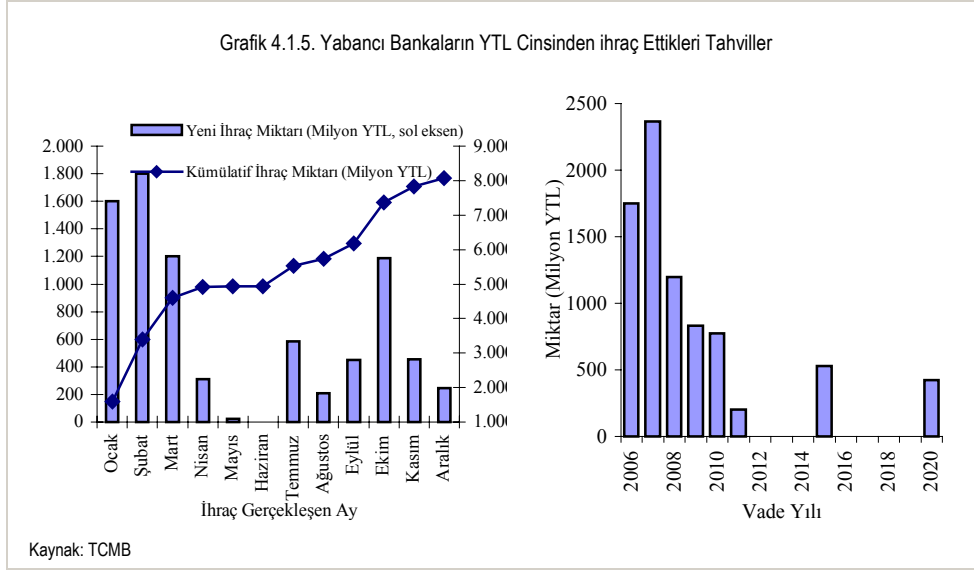


2005 yılı boyunca Yeni Türk lirasının güçlenme eğilimi devam etmiştir. Yılın ikinci yarısından itibaren bu eğilimin ABD doları karşısında zayıfladığı görülse de, Euro-Dolar paritesindeki gelişmelerin de etkisiyle Yeni Türk lirası Euro karşısında değer kazanmıştır. Genel olarak Yeni Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki güçlenme eğilimi nominal bazda düşük olmasına rağmen, enflasyon halen gelişmiş ülkelerdeki düzeyin üzerinde seyrettiğinden, Yeni Türk lirasının reel değerlenme süreci yıl boyunca devam etmiştir (Grafik 4.1.4).

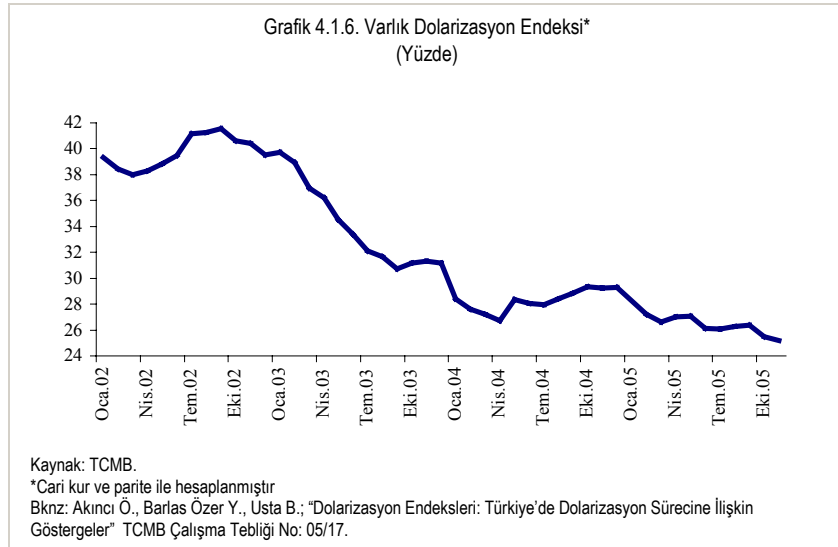


2005 yılında gerçekleştirilen para reformu ile Türk lirasından altı sıfırın atılması, Yeni Türk lirası cinsinden borçlanma araçlarının uluslararası takas kuruluşlarında saklanmasına olanak sağlamıştır. Ekonomideki olumlu gelişmeler ile birlikte, kredi notu yüksek yabancı finans kuruluşları Yeni Türk lirası cinsinden tahvil ihraçlarına başlamışlardır. Söz konusu tahvillerin ihracı hem vade uyumsuzluğu yaratmadan kredi arzının genişlemesine yol açma potansiyeli taşıması ve Hazinesinin uzun vadeli tahvil ihraç edebilme yetisini artırması nedeniyle ekonomide vadelerin uzamasına ve finansal derinliğin artmasına katkıda bulunmaktadır. Bütün bu gelişmeler enflasyon hedeflemesinin işlevselliği açısından olumlu sinyaller içermektedir. Vadelerin uzaması ve risk priminin azalmasıyla, para politikasının sadece mevcut seviyesi değil, aynı zamanda gelecek dönemde alacağı duruş önem kazanmakta, bu da TCMB'nin orta vadeli bir perspektifle hareket edebilmesine olanak tanımaktadır.

Yabancı finans kuruluşlarının ihraç ettiği Yeni Türk lirası cinsi tahvillerde en uzun vade 2020 olmasına rağmen, büyük bir çoğunluğunun itfa tarihi 2006-2008 arasındadır. 2005'in ikinci ve üçüncü çeyreğinde duraksayan toplam ihraç miktarı, Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakere sürecinin başlayacağına kesinleştiği Ekim ayından itibaren yeniden artış eğilimine girmiştir (Grafik 4.1.5). Fiyat istikrarında kazanımların sürmesi ile birlikte bu kıymetlerdeki arzın artmaya devam etmesi ve ortalama vadenin daha da uzaması beklenmektedir.



Banka dışı kesimin yabancı para portföyünün toplam portföyüne oranı olarak tanımlanan varlık dolarizasyon endeksi 2004 yıl sonundaki 29,3 seviyesinden Kasım 2005 sonu itibarıyla 25,2 seviyesine gerilemiştir. Bu gelişme, büyük oranda dolaşımdaki para ve vadeli Yeni Türk lirası cinsi mevduattaki artıştan kaynaklanırken, hisse senetlerinde de yükseliş eğilimi gözlenmiştir. Banka dışı kesimin elinde tuttuğu Yeni Türk lirası cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri'nde (DİBS) 2004 yıl sonuna göre düşüş gerçekleşmiştir. Toplam yabancı para portföyde ise önemli bir değişim olmamıştır. Sonuç olarak, 2005 yılında, yurt içi yerleşik banka dışı kesimin yeni yatırımlarını Yeni Türk lirası cinsi enstrümanlarda değerlendirme eğiliminin devam ettiği gözlenmiştir (Grafik 4.1.6). Makroekonomik istikrar devam ettiği takdirde 2006 yılında da benzer bir sürecin yaşanması beklenmektedir.



TCMB 2005 yılında, 14,5 milyarı müdahalelerden ve 7,7 milyarı günlük döviz alım ihalelerinden olmak üzere yaklaşık 22,2 milyar ABD doları döviz alımı gerçekleştirmiştir. 30 Aralık 2005 verilerine göre, TCMB brüt döviz rezervleri 50,5 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

2006 yılında, rezerv artırma amacıyla gerçekleştirilen günlük döviz alım ihalelerinin miktarı 15 milyon ABD dolarından 20 milyon ABD doları seviyesine çıkarılmış, opsiyon miktarı da 30 milyon ABD dolarından 40 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir. 2006'da da döviz kurları arz ve talep koşulları tarafından belirlenmeye devam edecektir. Avrupa Birliği ve IMF çapaları, kamu maliyesindeki olumlu gelişmeler, özelleştirilen varlıkların taksit ödemeleri, doğrudan yabancı yatırımlarda beklenen yüksek seviye, yabancılara gayrimenkul satışına olanak sağlayan yasanın TBMM'de kabul edilmesi, özellikle yabancı kaynaklı şirket birleşmeleri ve satın almalar, halen özelleştirme portföyünde önemli gelir getirebilecek varlıkların mevcudiyeti, uluslararası likiditenin olumlu seyri ve yurt içi yerleşiklerin portföy tercihleri yerli paranın güçlenmesi yönünde baskı yaratabilecektir. Diğer taraftan, Avrupa Birliği müzakere sürecinde ve IMF programında olabilecek sapmalar, uluslararası likidite koşullarındaki olası değişimler ve cari işlemler açığının seyrine ilişkin kaygılar Yeni Türk lirasında değer kaybı yönünde baskıya yol açabilecek risk unsurlarıdır.

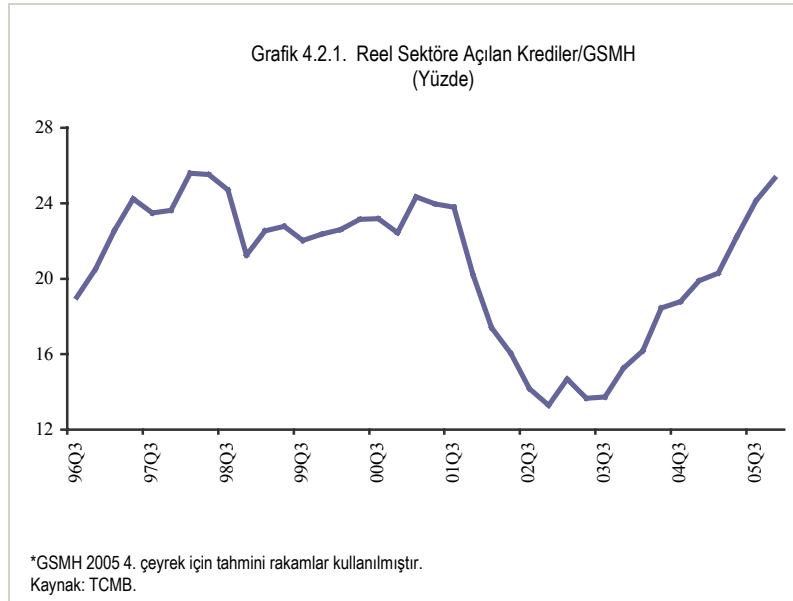
4.2. Finansal Aracılık ve Krediler

Bankacılık sistemi, aracılık fonksiyonunu giderek daha etkin bir şekilde yerine getirmektedir. Bu sağlıklı gelişmeye yol açan makroekonomik faktörler; enflasyonun düşmesi, Avrupa Birliği yakınsama sürecinin olumlu seyri, IMF çapasının gücünü koruması, yapısal reformların sağladığı kazanımlar ve mali baskının azalması ile krediye dönüştürülebilir kaynakların artması olmuştur. Sektöre has faktörler ise bankaların yeniden yapılandırılarak mali yapılarının güçlendirilmesi, risk yönetimi ve iç denetim bilincinin artması, sektördeki yabancı payının yükselmesi ile rekabetin artması ve bankaların gözetim ve denetim sisteminin güçlendirilmesi olarak sıralanabilir.

Finansal piyasaların aracılık fonksiyonunu daha sağlıklı bir şekilde yerine getirebilmesinde elde edilen kazanımlar fiyat istikrarı açısından da büyük önem taşımaktadır. Sektördeki olumlu gelişmeler risk algılamasını etkileyerek yurt içi birimlerin portföy davranışlarını değiştirmekte ve yabancı

para tercihi eğilimini azaltmaktadır. Ayrıca, bankaların kullandırmış olduğu kredilerin vadelerinin uzaması finansal kesimin ekonomideki ağırlığını artırmaktadır. Böylelikle para politikası aktarım mekanizmasında finansal sistem üzerinden çalışan kredi kanalının etkinliği artmakta ve fiyat istikrarına doğrudan katkı sağlanmaktadır.

Son dönemde kredi arzındaki genişleme, bankaların portföy tercihlerinde ortaya çıkan bir değişimi yansıtmaktadır. Mali baskının azalmasıyla DİBS arzının düşmesi sonucu menkul değerler portföyünün zamanla azalabileceği beklentisi, kredi arzını desteklemektedir. Ekonomideki normalleşme sürecinin bir yansıması olarak kredi faiz oranlarında belirgin bir gerileme olması ve vadelerin kademeli bir şekilde uzama eğilimine girmesi kredi kullanımını cazip hale getirmiş, böylece kredi talebinde de ciddi bir artış ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler sonucunda 2005 yılında tüketici kredilerinde hızlı bir genişleme görülmüş, şirketlere açılan krediler ise istikrarlı artış eğilimini sürdürmüştür (Grafik 4.2.1, Tablo 4.2.1).



Tüketici kredilerindeki hızlı artış süreci, 2003 yılından itibaren, sırasıyla ihtiyaç, taşıt ve konut kredilerinde kendini göstermiştir. Konut kredilerinin tüketici kredileri içindeki payı 2004 yılı başında yüzde 14 iken, 2005 yılı Aralık ayı itibarıyla yüzde 43 seviyesine ulaşarak taşıt ve diğer kredilerin önüne geçmiştir. 2005 yılının son çeyreğinde konut kredilerinin artış hızında bir önceki çeyreğe göre sınırlı bir yavaşlama olduğu görülse de, bu eğilimin kalıcı

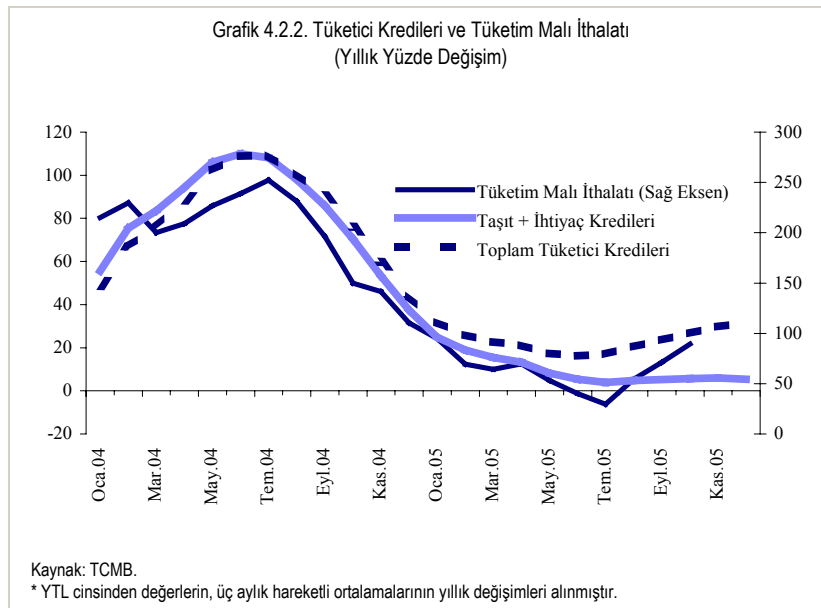
olduğunu söyleyebilmek için henüz erkendir (Tablo 4.2.1). Kaldı ki, ülkemizde toplam kredilerin milli gelire oranının hâlâ düşük düzeylerde olması, kredilerin faiz oranlarındaki düşüş, uzun vadeli kredi arzı ile birlikte ortalama vadelerin uzaması, bankacılık sisteminin artan sermaye ve kârlılık yapısı ve Hazine borçlanma ihtiyacındaki azalmanın sürmesi gibi faktörlerin önümüzdeki dönemde de kredi hacmindeki artışı destekleyeceği öngörülmektedir. Buna karşın, artan borçluluk nedeni ile kredi artış hızının orta vadede doyuma ulaşarak daha istikrarlı bir seyir takip edebileceği ve yıllık reel artış hızında görece bir yavaşlama olabileceği düşünülmektedir.

Tablo 4.2.1. Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi
(Reel Üç Aylık Yüzde Değişim)

	2004Q3	2004Q4	2005Q1	2005Q2	2005Q3	2005Q4
Tüketici Kredileri	7,7	4,0	17,6	23,4	23,3	14,0
Konut Kredileri	12,4	9,1	33,7	61,9	50,6	32,9
Taşıt Kredileri	4,5	0,7	-0,7	11,7	11,4	5,6
Diğer Krediler	8,3	4,4	23,8	11,7	11,3	1,2
Kredi Kartları	14,6	25,5	-2,4	8,4	6,3	1,9

Kaynak: TCMB.

Hızlı kredi genişlemesi, talep gelişmelerinin yanında dış ticaret dengesi açısından da yakından takip edilmesi gereken bir olgudur. Yurt içi yerleşiklerin harcamalarının kredi kullanımı aracılığıyla artması, harcamaların daha çok ithal mallara yönelmesi durumunda dış ticaret dengesi üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Nitekim, 2004 yılından günümüze kadar gelinen süreçte tüketici kredileriyle tüketim malları ithalatı arasında yakın bir ilişki gözlenmektedir (Grafik 4.2.2).



Kredi hacmindeki hızlı artış iç talebi destekleyici bir unsur olmakla birlikte, hane halkının özellikle konut kredilerinden kaynaklanan borçluluk oranının yükselmesi ve kredi geri ödemelerinin harcanabilir gelir üzerinde baskı yapma olasılığının artması, önümüzdeki dönemde özel tüketim ve iç talep artış hızını sınırlandırabilecek bir unsur olarak görülmektedir. Bu noktada, hane halkının gelir düzeyinin ve mali sistemdeki kârlılığın seyri, orta dönemde oluşabilecek olası kırılmalıklar açısından ayrıca önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, TCMB orta vadeli bir perspektif içinde, başta konut kredileri olmak üzere toplam kredi artış hızını gerek fiyat istikrarı gerekse finansal istikrar açısından yakından izlemeye devam edecektir.

5. Kamu Maliyesi

Son yıllarda, mali disiplin, ekonomik istikrarın sağlanması yönünde elde edilen kazanımların arkasındaki temel unsurlardan bir tanesi olmuştur. Bu süreçte, enflasyon düşerken ekonomi yüksek oranda büyümeye devam etmiştir. Önümüzdeki dönemde, istikrar ve güven ortamının korunması, para politikasının etkin bir şekilde yürütülmesi ve bu çerçevede enflasyonun hedeflenen seviyelerde gerçekleşmesi için mali disiplinin sürdürülmesi önemini korumaktadır.

Bütçe performansındaki iyileşme, belirsizliklerin azalmasına bağlı olarak güven ortamının oluşmasına ve ekonomideki istikrarın kalıcı olarak sağlanacağı yönündeki beklentilerin güçlenmesine katkı sağlamıştır. Söz konusu beklentilerdeki iyileşmeler, öncelikle risk primini ve buna bağlı olarak reel faiz oranlarını düşürerek özel sektör tüketim ve yatırım talebinin artmasına katkıda bulunmuştur. Özelleştirmeden sağlanan gelirler ve bütçe performansındaki iyileşme kamu borçlanma gereğini azaltmıştır. Bu durum, bankaların özel sektöre kullanılabilecekleri kredi hacmini artırarak tüketim ve yatırım harcamalarını desteklemiştir. Sonuç olarak, kamu kesimi performansında sağlanan iyileşme, bir yandan mali kuruluşların daha etkin olarak çalışmasını sağlamak, diğer yandan, özel sektör faaliyetlerini hızlandırmak suretiyle ekonomik büyümeye önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. Ayrıca, 2005 yılında, maliye politikasının bahsedilen dolaylı etkisine ek olarak kamu harcamalarındaki artış kanalıyla da ekonomik büyümeye doğrudan destek sağladığı görülmektedir.

2005 yılında yüksek faiz dışı fazla hedefine ulaşılmasının yanı sıra faiz oranlarında gözlenen düşüş eğilimi ve borçlanma vadesinin uzaması bütçe açığının gerilemesinde etkili olmuştur. 2006 yılı başından itibaren üç yıllık orta vadeli bütçe uygulamasına geçilmesi ve bu dönem boyunca faiz dışı bütçe fazlası hedefinin GSMH'ye oran olarak yüzde 6,5 olarak açıklanması ve yoğun reform gündemi önümüzdeki dönemde sürdürülebilir mali disiplinin sağlanması yönündeki kararlılığın devam edeceğine işaret etmektedir. Belirlenen hedeflere ulaşılması ve bu sayede beklentilerin enflasyon hedefini destekler yönde gelişmesi, mali disiplinin sürdürülmesine yönelik düzenlemelerin geciktirilmeksizin yerine getirilmesiyle mümkün olacaktır.

5.1. Bütçe Gelişmeleri

2005 yılında bütçe disiplini sürdürülmüş, yapısal reformlar alanında, gecikmeler yaşanmakla birlikte, önemli mesafe alınmıştır. Yıl boyunca, azalan faiz harcamalarına bağlı olarak düşük bir seviyede seyreden konsolide bütçe açığının yıl sonu hedefinin oldukça altında gerçekleşeceği öngörülmektedir. Ocak-Kasım dönemi gerçekleştirmeleri ışığında faiz dışı bütçe fazlasının ise yıl sonu hedefini aşması beklenmektedir. 2005 yılı bütçesinde, sosyal güvenlik kurumlarına yapılan ödemeler nedeniyle cari transferler beklenenin üzerinde artarken, vergi dışı gelirler programlananın üzerinde gerçekleşmiştir. Kamu bankaları temettü gelirleri, faiz ve ikrazlardan geri alınanlar ile Telekom özelleştirme gelirleri, vergi haricindeki gelir kalemlerinin olumlu performansının kaynağını oluşturmaktadır. Diğer taraftan, bahsi geçen gelir kalemlerinin program tanımlı bütçe içerisinde yer almaması nedeniyle yıl sonunda program tanımlı faiz dışı bütçe fazlasının beklenen oranının bir miktar altında kalmak suretiyle GSMH'nin yüzde 4,8'i olarak gerçekleşmesi beklenmektedir (Tablo 5.1.1).

	Gerçekleşmelerin Bütçe Tahminlerine Oranı * (Yüzde)		2005-2004 Yıllık Artış Oranı		GSMH İçindeki Pay (%)		Yıllık Artış Oranı (%)	
	2004	2005	Yüzde Artış	2005* Yıl Sonu Tahmin	2006* Program	2005* Yıl Sonu Tahmin	2006* Program	
Gelirler	89,2	95,9	22,8	27,0	26,7	18,3	10,0	
1.Genel Bütçe Gelirleri	89,1	95,9	22,9	26,6	26,3	18,2	10,1	
Vergi Gelirleri	90,0	90,7	19,3	22,1	21,9	18,8	10,5	
Diğer Gelirler	84,8	127,4	41,1	4,5	4,4	15,3	7,9	
2. Katma Bütçe Gelirleri	94,8	93,2	19,3	0,4	0,4	21,3	5,8	
Harcamalar	87,3	81,4	2,9	30,1	29,1	3,5	7,8	
Faiz Harcamaları	92,6	73,4	-20,8	9,6	8,6	-17,8	-0,3	
Faiz Dışı Harcamalar	83,8	86,0	20,4	20,5	20,6	17,7	11,5	
Personel Giderleri	92,5	93,4	11,3	6,5	6,6	9,3	12,7	
Mal ve Hizmet Alımları	62,8	70,3	27,4	2,9	3,0	11,3	12,8	
Cari Transferler	92,9	99,0	25,1	7,4	6,9	30,2	3,7	
Sosyal Güvenlik Kurumları	93,8	100,8	22,2	4,8	4,3	24,1	-0,7	
Sermaye Giderleri	62,5	64,4	29,1	2,0	2,0	21,8	9,5	
Bütçe Dengesi	80,5	18,7	-77,7	-3,1	-2,4	-52,4	-11,8	
Faiz Dışı Denge	106,6	131,8	29,0	6,5	6,1	20,0	5,2	
Program Tanımlı Faiz Dışı Denge	110,9	109,7	5,7	4,8	5,1	6,4	17,2	

Kaynak: Maliye Bakanlığı, DPT.

*DPT 2006 Yılı Programından alınmıştır.

GSMH'nin yüzde 6,5'i düzeyinde bir kamu kesimi faiz dışı fazla hedefi ile tutarlı olarak hazırlanan 2006 yılı bütçesi, vergi dışı gelirlerin artış eğilimini sürdürmesinin de etkisiyle orta vadede denk bütçe hedefine yaklaşılabacağına işaret etmektedir. 2005 yılına kıyasla 2006 yılında, bütçe harcamaları içerisinde

cari transferlerin ağırlığının azaltıldığı, bu kalemden tasarruf edilen kaynakların diğer faiz dışı harcama kalemlerine kaydırıldığı gözlenmektedir.

2006 yılı maliye politikası mali disiplinin sağlanmasının yanı sıra mali disiplinin kalitesinin artırılması yönünde düzenlemeler içermektedir. Bu doğrultuda, vergi yükünün hafifletilmesi ve bütçeden sosyal güvenlik kurumlarına yapılan transfer harcamalarının azaltılması amacıyla bazı düzenlemeler getirilmektedir. Vergi oranının düşürülmesi, vergi indirim ve muafiyetlerinin kademeli olarak kaldırılması suretiyle kurumlar vergisi çerçevesi değiştirilmektedir. Kurumlar üzerindeki vergi yükünün hafifletilmesi doğrultusundaki uygulamaların kurumların maliyetini azaltmak ve rekabet gücünü artırmak suretiyle özel sektör faaliyetlerini ve yatırım ortamını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Kurumlar vergisine ilişkin uygulamaların yanı sıra, gelir vergisi sisteminde de değişikliklere gidilmektedir. Bu doğrultuda, 2006 yılında gelir vergisinin sadeleştirilmesini, verginin tabana yayılmasını ve etkinliğinin artırılmasını amaçlayan yasal düzenlemelerin uygulamaya konulması planlanmaktadır. Vergi alanında göze çarpan bir diğer uygulama da, 2005 yılı Mayıs ayında yasalaşan vergi idaresi reformu sonrasında kurulan Maliye Bakanlığına bağlı Gelir İdaresi Başkanlığını güçlendirmek amacıyla yapılan çalışmalardır.

Harcamalar tarafında ise sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin azaltılması amacıyla söz konusu kurumların sağlık harcamalarının kontrol altına alınması ve prim tahsilatların iyileştirilmesine yönelik önlemler getirilmektedir. Bu önlemler ışığında, 2005 yılında GSMH'nin yüzde 4,5'ini aşması beklenen sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin 2006 yılında GSMH'nin yüzde 4,3'ü düzeyinde olması hedeflenmektedir. 2006 yılı bütçesinde cari transferlerde sınırlı miktarda öngörülen artış sosyal güvenlik kurumlarına ilişkin önlemlerin sonuç vereceği beklentisini yansıtmaktadır (Tablo 5.1.1).¹

Son olarak, 2006 yılında faiz dışı fazla gelişmelerinin hedeflerle tutarlı olması için vergi alanında getirilen düzenlemelerden oluşacak gelir kayıplarının sınırlı düzeyde olması, sosyal güvenlik kurumlarına transferlerin ise alınan önlemler vasıtasıyla kontrol altında tutulabilmesi önem taşımaktadır. Yeni kurumlar vergisi düzenlemesi çerçevesinde, vergi oranının indirilmesinin

¹ Yürütülen program kapsamında yukarıda bahsi geçen önlemler ve reformlar ile ilgili ayrıntılar ve öngörülen uygulama takvimi Kutu 5.1'de verilmiştir.

yanı sıra yatırım indirimlerinin de kaldırılması öngörülmektedir. Bu nedenle, vergi oranının indirilmesi ile ortaya çıkacak gelir kaybının, yatırım indirimlerinin kaldırılması sonucu kısmen telafi edilmesi beklenmektedir. Kurumlar vergisine ilişkin düzenlemeler neticesinde ortaya çıkabilecek gelir kayıplarını karşılamak için kaynağa ihtiyaç duyulması halinde harcama kalemlerinde tasarrufa gidileceği taahhüt edilmiştir. Bütçe hedeflerine ulaşabilmek amacıyla, bahsi geçen uygulamalar neticesinde oluşabilecek açıkların kapatılması için dolaylı vergilere başvurulmasının enflasyon hedefi açısından oluşturacağı riskler göz ardı edilmemelidir.

5.2. Bütçenin Finansmanı ve Borç Stokundaki Gelişmeler

5.2.1. Bütçenin Finansmanı

2005 yılı genelinde net borçlanma, finansman ihtiyacı üzerinde tutularak nakit rezervleri güçlendirme yönünde bir strateji benimsenmiştir. Hazine, bütçe açığının finansmanında ağırlıklı olarak net iç borçlanmaya başvurmuş, dış borçlanma konusunda ise net ödeyici konumunda olmuştur. 2006 yılı konsolide bütçe finansman yapısında ise ağırlık borçlanma dışı kaynaklara kaymakta, Hazine net dış borç ödeyici konumunu sürdürmektedir (Tablo 5.2.1).

Tablo 5.2.1. Konsolide Bütçe Nakit Açığının Finansmanı					
	2005 Ocak-Aralık		2006 ⁽¹⁾		Pay %
	Milyar YTL	Pay %	Milyar YTL	Pay %	
Finansman	13,3	100,0	12,1	100,0	
Borçlanma (Net)	18,9	142,3	2,0	16,5	
Dış Borçlanma (Net)	-2,5	-19,2	-0,7	-5,8	
İç Borçlanma (Net)	21,4	161,4	2,6	21,5	
Diğer Finansman	-5,6	-42,3	10,1	83,5	
Özelleştirme Gelirleri	3,6	26,8	7,0	57,9	
Borç Geri Dönüşü ⁽²⁾	1,3	10,2	3,1	25,6	
Borç Verme (-)	0,9	6,9	-	-	
Kasa/Banka ve Diğer İşlemler ⁽³⁾	-9,6	-72,3	0,0	0,0	

Kaynak: Hazine.
⁽¹⁾2006 Yılı Hazine Finansman Programından alınmıştır.
⁽²⁾Ağırlıklı olarak TMSF geri ödemelerinden oluşmaktadır.
⁽³⁾Negatif değer artışı ifade etmektedir.

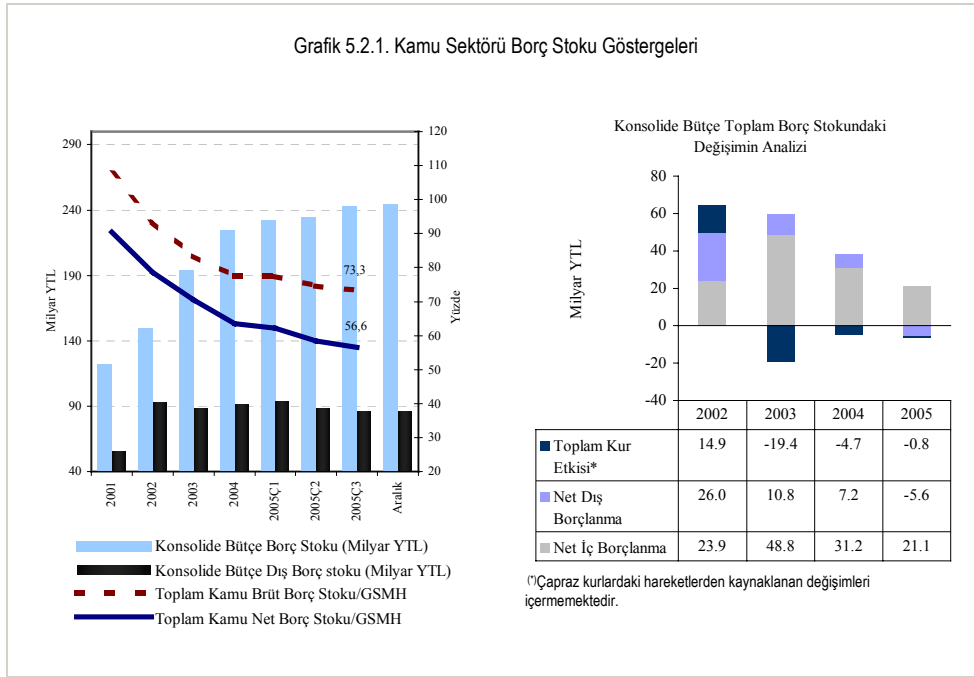
2005 yılında, TMSF geri ödemeleri ile özelleştirme gelirlerinden sağlanan transferler konsolide bütçe finansman ihtiyacının yaklaşık yüzde 35'ini karşılamıştır (Tablo 5.2.1). Bu gelişmenin, 2006 yılında da devam edeceği düşünülmektedir.² 2005 yılında gerçekleştirilen özelleştirme uygulamalarına ilişkin gelirler, satış işlemleri kesinlik kazandıkça, ödeme

² TMSF, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasının finansmanı çerçevesinde, TMSF'ye ikrazen ihraç edilen Özel Tertip DİBS'lerden doğan Hazine alacaklarını Mayıs ayından itibaren ödemeye başlamıştır. Önümüzdeki dönemde, TMSF, tahsilat performansına bağlı olarak Hazine'ye olan borçlarını geri ödemeye devam edecektir.

vadelerine bağlı olarak önümüzdeki yıllarda kademeli olarak tahsil edilecektir. Özelleştirme İdaresinin harcamalarına bağlı olarak özelleştirme gelirleri tahsilatının bir kısmı Hazine'ye aktarılacaktır.³

5.2.2. Borç Stokundaki Gelişmeler

2005 yılında, azalan faiz ödemeleri ve yüksek faiz dışı fazla kamu borç stoku artış hızının gerilemesine neden olmuştur. Bu gelişmeye bağlı olarak toplam kamu kesimi borç stokunun GSMH içindeki payı azalma eğilimini sürdürmüştür (Grafik 5.2.1).

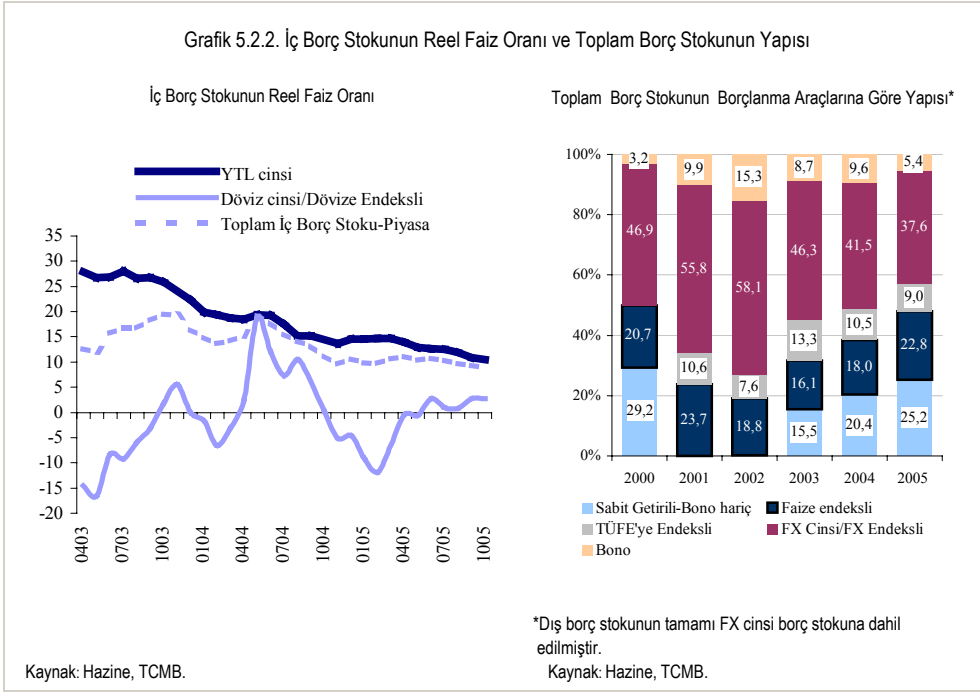


2005 yılında, borçlanma ağırlıklı olarak iskontolu senet ihracı yoluyla gerçekleştirilmiştir. İskontolu senetlerin yanı sıra borç stokunun vadesini uzatmak amacıyla, büyük bir kısmı değişken faizli olmak üzere, üç ve beş yıl vadeli iç borçlanma senetleri ihraç edilmiştir. Bu borçlanma stratejisi borç stoku içerisinde değişken faizli senetlerin payının artmasına neden olmuştur. 2006 yılı Hazine borçlanma stratejisinde, her ay düzenli olarak değişken faizli kuponlu senetlerin yanı sıra sabit faizli kuponlu senetlerin ihraç edilmesi öngörülmektedir. Kuponlu senetler cinsinden sabit faizli borçlanmanın artırılması borç stokunun faiz hareketlerine karşı duyarlılığını azaltmakla

³ 26 Mayıs 2000 tarihinde yürürlüğe giren 4568 sayılı yasa uyarınca, özelleştirme gelirleriyle öncelikle Özelleştirme Fonunun harcamaları karşılanmakta, Fon'un nakit fazlası ise iç ve dış borç ödemelerinde kullanılmak üzere Hazine'ye transfer edilmektedir.

birlikte, azalan faiz ortamında borç stokunun maliyetindeki gerilemeyi sınırlandıracaktır (Grafik 5.2.2).

2005 yılında kısa vadeli, döviz cinsi ve dövize endeksli borç stokunun toplam borç stoku içindeki payının düşmesi, borç stokunun faiz ve kur hareketlerine karşı duyarlılığını azaltarak beklentileri olumlu yönde etkilediği düşünülmektedir. Bu gelişmenin 2006 yılı ve sonrasında da tekrarlanması kamu borç stoku yapısının ima ettiği risk priminin azalmasına imkan tanıyacaktır (Grafik 5.2.2).



2005 yılında nakit rezervlerin artırılması, borç geri ödemelerinde kaynak yetersizliğinin ortaya çıkma riskini azaltmıştır. 2006 yılında, 2005 yılındaki uygulamaya paralel olarak, borç yönetiminde oluşabilecek likidite riskinin azaltılmasına imkan tanıyacak ve geçici şoklar karşısında yüksek maliyetlerle borçlanılmasını engelleyecek şekilde, yıl boyunca yüksek düzeyde rezerv tutulması öngörülmektedir. Bununla birlikte, 2006 yılında, borçlanma vadesinin uzatılması, ağırlıklı olarak sabit faizli ve Yeni Türk lirası cinsinden borçlanılması yönündeki uygulamaya devam edilecektir. Bahsi geçen şekilde düzenlenen borç yönetim stratejisinin borç stokunun riskliliğini azaltarak beklentileri olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

KUTU 5.1. MALİYE POLİTİKASINA İLİŞKİN TAAHHÜTLER

2006 yılı ve sonraki dönemlerde bütçe uygulamalarında etkinliğin ve verimliliğin artırılmasına yönelik, başta gelirler olmak üzere, sosyal güvenlik ve personel yönetimi ve ücretler alanında bir dizi reform ve düzenleme yapılması öngörülmüştür. Bu düzenlemeler, kurumsal yapının güçlendirilmesi, bütçe kalitesinin artırılmasının yanı sıra bütçe hedeflerinin gerçekleştirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, bütçe hedeflerine ulaşılmasına yönelik tasarlanan bu düzenlemelerin zamanında yapılması enflasyon beklentileri açısından önem taşımaktadır.

Kutu 5.1.Tablo.1. IMF ile Yürütülen Program Çerçevesinde Öngörülen Taahhütler		
Taahhütler	Zamanlaması	Kriter
Özelleştirme dairesinin portföyünde bulunan kuruluşlar haricinde, kamu kesimi alacaklar için yeni af getirilmemesi	Sürekli	Performans Kriteri
Kamu iktisadi teşebbüsleri sektöründe işten ayrılanların en fazla %10'u kadar yeni personel alım yapılması	Sürekli	Yapısal Kriter
Maktu vergilerin ve KİT fiyatlarının program varsayımları ile uyumlu olması	Sürekli	Yapısal Kriter
Kamu Mali Yönetim ve Kontrol Kanunu'na ilişkin uygulamaya yönelik yönetmeliklerin kabul edilmesi	Aralık 2005 sonu (Tamamlandı. İç Kontrol ve Ön Mali Kontrolle İlişkin Usul ve Esaslar 31.12.2005 tarihli 3. Mükerrer Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.)	Yapısal Kriter
Maliye Bakanlığı bünyesinde bir vergi politikası birimi kurulması	Aralık 2005 sonu (Kanun Taslağı TBMM Plan Bütçe Komisyonunda görüşüldü.)	Yapısal Kriter
Kamu sektörü istihdam ve ücret yapısının kapsamlı gözden geçirilmesinin tamamlanması	Aralık 2005 sonu (Tamamlandı.)	Yapısal Kriter
Ücret ve ücret dışı gelirlere uygulanan vergi tarifelerinin birleştirilmesi ve vergi dilimi sayısının azaltılması suretiyle verginin yapısının iyileştirilmesine yönelik yasal değişikliklerin kabul edilmesi	Aralık 2005 sonu (TBMM Plan Bütçe Komisyonunda görüşülüyor.)	Yapısal Kriter
Sosyal güvenlik idari reformuna ilişkin yasanın TBMM'de kabul edilmesi	Ocak 2006 sonu	Performans Kriteri
Emeklilik reformu yasa tasarısının TBMM'de kabul edilmesi	15 Şubat 2006	Performans Kriteri
Gelir dairesinin fonksiyonel yeniden yapılandırılmasının yerel vergi dairelerinin yeniden örgütlenmesini de içerecek şekilde tamamlanması	Nisan 2006 sonu	Yapısal Kriter
Gelir vergisi reformuna ilişkin yasal düzenlemenin TBMM'ye sunulması	Mayıs 2006 sonu	Performans Kriteri
Gelir dairesi bünyesinde büyük vergi mükellefleri biriminin kurulması	Haziran 2006 sonu	Yapısal Kriter
Gelir vergisi reformuna ilişkin yasal düzenlemenin TBMM'de kabul edilmesi	Eylül 2006 sonu	Performans Kriteri

6. Orta Vadeli Öngörüler

Bu bölümde, önümüzdeki dönemde temel makro ekonomik değişkenlere ilişkin varsayımlar özetlenmekte, bu varsayımlarla uyumlu enflasyon tahminleri sunulmakta ve tahminlerin belirgin olarak sapmasına yol açabilecek olası riskler incelenmektedir. Para politikasının ortalama kontrol ufkunun bir buçuk yıllık bir zaman dilimini içerdiği bir çerçevede göz önüne alınarak, tahminler 2007 yılının ilk yarısını da kapsayacak şekilde sunulmaktadır.

6.1. Mevcut Duruma İlişkin Saptamalar, Kısa Vadeli Görünüm ve Varsayımlar

Orta vadeli tahminlere temel oluşturan varsayım seti bu raporun diğer bölümlerinde detaylı olarak ortaya konulan bilgi ve çözümlerinin toplulaştırılması ve rakamlara dönüştürülmesi sonucunda elde edilmiştir. Varsayımlar iki grupta ele alınmaktadır: Yurt içi ekonomik aktiviteye ve dışsal faktörlere ilişkin varsayımlar.

Yurt içi ekonomik aktiviteye ilişkin varsayımlar, ekonominin içinde bulunduğu duruma dair saptamalara ve kısa vadedeki görünümünün detaylı analizine dayanmakta olup, tahminlerin başlangıç noktasını oluşturması açısından kritik önem taşımaktadır. 2005 yılı üçüncü çeyreğine ilişkin açıklanan GSMH verileri, büyümenin yeni bir ivme olmadan devam ettiğini ve sektörel bazda daha geniş bir tabana yayıldığını göstermektedir. Ancak, bu dönemde, özellikle tüketim harcamalarında GSYİH büyümesinin de üzerinde gözlenen artış, daha çok görece fiyat hareketlerinden kaynaklanmış ve dayanıklı tüketim malları ağırlıklı gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, söz konusu talep artışının enflasyon üzerinde oluşturduğu baskının sınırlı olacağı düşünülmektedir. Bunun yanında, 2005 yılında yatırım harcamalarındaki büyüme eğilimi devam etmiştir. Bu durum tarım-dışı istihdamda gerçekleşen büyük orandaki yükselişe karşın verimlilik artışlarının sürmesini sağlamıştır. Söz konusu yatırım artışı, aynı zamanda üretim kapasitesini yukarı çekmesi bakımından da önemlidir.

Özetle, talep koşullarının enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının 2006 yılında da devam edeceği ancak bu katkının geçtiğimiz yıllara oranla daha sınırlı olacağı tahmin edilmektedir. Orta vadeli görünüm oluşturulurken yurt içi arz ve talep koşullarına ilişkin bu saptamalar göz önüne alınmıştır.

Mevcut konjonktürde hizmet grubu fiyat dinamikleri ayrı bir önem taşımaktadır. Ekonomide gözlenen canlanma ve yapısal dönüşüm süreci içinde hizmet ve mal fiyatları farklılaşması 2005 yılında daha da belirginleşmiştir. Hizmet enflasyonunda gözlenen katılık, büyük ölçüde hizmet talebindeki süreklilikten ve hizmet fiyatlamalarında geriye dönük endeksleme davranışından kaynaklanmaktadır. Dış ticarete konu olan mallardaki yüksek verimlilik artışları ve ekonominin içinden geçtiği yapısal dönüşüm süreci göz önüne alındığında, hizmet grubundaki enflasyonun mal grubu fiyat artışının bir hayli üzerinde kalmaya devam etmesi normal karşılanabilir. Ancak, özellikle son yıllarda konut sektöründeki arz açığı ve buna bağlı olarak hızla yükselen konut fiyatlarının ilgili hizmet kalemlerinin fiyatlarında dönemsel bir ek baskı oluşturduğu görülmektedir. Enflasyondaki düşüş sürecinin devam etmesine rağmen TÜFE içerisinde kira alt kalemindeki ve kiraların önemli bir girdi maliyeti teşkil ettiği yemek hizmetleri alt grubundaki fiyat artışlarının 2004 yılı ile yaklaşık aynı düzeylerde olması bu saptamayı güçlendirmektedir. Bu doğrultuda, tahminler üretilirken, ülkemizin içinden geçtiği yapısal dönüşüm ve yüksek enflasyon dönemine özgü fiyatlama alışkanlıkları nedeniyle hizmet fiyat artışlarının enflasyona olumsuz katkısının 2006 yılında da devam edeceği bir görünüm ele alınmıştır.

Bunun yanında, 2005 yılının ilk çeyreğinde gıda, sağlık ve eğitim sektörlerinde yapılan KDV indirimlerinin oluşturduğu baz etkisi ve 2005 yılı Aralık ayında tütün ürünlerine yapılan zammın Ocak ayına da yansıtılacak olması nedeniyle 2006 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyondaki düşüşün geçici olarak duraksayacağı ve yüzde 8 civarında dalgalanacağı tahmin edilmektedir.

Yurt içi ekonomik aktiviteye ilişkin saptamaların yanı sıra dışsal faktörlere ilişkin öngörü ve varsayımlar da orta vadeli enflasyon tahminleri üretilirken kullanılan önemli girdilerdir. Bu varsayım seti, uluslararası emtia fiyatları (ham petrol, ana metal fiyatları, vb), global likidite koşulları ve dış dünyaya ilişkin büyüme, faiz, enflasyon gibi temel makro ekonomik değişkenlerin 2006 yılı sonuna kadar olan öngörülerini içermektedir. En büyük ticaret ortağımız olan Avrupa Birliğindeki gelişmeler tahminlerin merkezinde yer almaktadır.

Avrupa Birliğine ilişkin varsayımlar, çok sayıda uzman tarafından üretilen farklı tahminlerin birleştirilmesiyle oluşturulan “Consensus Forecast”

sonuçlarının Aralık 2005 bülteninden alınmıştır. Buna göre, Avrupa Birliğine ilişkin büyüme tahminleri aşağı yönlü güncellenmiş olup 2006 yılında yüzde 1,9 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. Büyüme oranlarının düşük seyredeceği öngörüsünün, Avrupa Merkez Bankasının dört yıllık bir aradan sonra yaptığı çeyrek puanlık faiz artırımına devam etme olasılığını azalttığı düşünülmektedir. Yine, “Consensus Forecast” Aralık 2005 tahminleri baz alınarak Avrupa Birliği Harmonize TÜFE enflasyonunun 2006 yılında da hedeflenen yüzde 2 seviyesine yakın olacağı varsayılmaktadır.

İthalat fiyatlarının enflasyona olan katkısında ham petrol fiyatlarındaki gelişmelerin önemli olduğu bir çerçeve oluşturulmuştur. Ham petrol fiyatları 2005 yılı içerisinde oldukça yüksek düzeylere çıkmış, yıl sonuna doğru bir miktar gerileme gözlenmesine karşın bu hareket geçici olmuş ve yüksek seviyeler korunmuştur. 2006 yılında ham petrol fiyatlarına ilişkin çeşitli kuruluşların farklı tahminler vermesi net bir öngörüde bulunulmasını güçleştirmektedir. Dolayısıyla, tahminler üretilirken petrol fiyatlarının yatay bir seyir izleyeceği varsayımından hareket edilmiştir. Böyle bir durumda, ham petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki girdi maliyeti kaynaklı etkilerinin bir süre daha devam edeceği, ancak söz konusu etkilerin bekleyişler üzerinde olumsuzluk yaratmayacağı öngörülmektedir.

Buraya kadar özetlenen yurt içi ekonomik gelişmeler ve dışsal faktörlere ilişkin değerlendirme ve varsayımlara ek olarak 2006 yılında risk primine ilişkin öngörüler de orta vadeli tahminler açısından oldukça önem taşımaktadır. Zira, risk primindeki düşüş hem döviz kurunu hem de uzun vadeli faizleri doğrudan etkilemektedir. 2006 yılında Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakere sürecinde bir aksama olmayacağı, mevcut programının uygulanmaya devam edeceği, uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine devam edeceği, mali disiplinden taviz verilmeyeceği, yapısal reformlar ile özelleştirmelerin süreceği bir ana senaryo altında, risk primindeki düşüşün devam edeceği varsayılmıştır. Dolayısıyla, tahminler üretilirken sermaye girişlerinin kompozisyonundaki uzun vade lehine gelişmenin süreceği ve buna bağlı olarak orta vadede Türk lirasının güçlü konumunu koruyacağı varsayılmıştır.

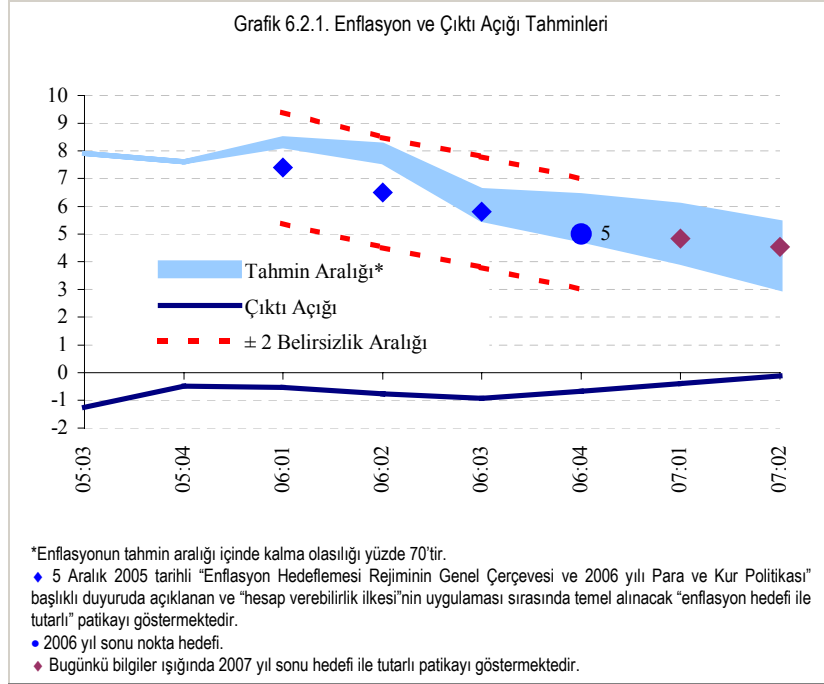
6.2. Tahminlerin Yorumlanması

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2002-2005 yılları arasında yıl sonu enflasyon hedefleri açıklanmış, ve bu süreçte enflasyon belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda TCMB'nin ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde "üst sınır" olarak algılanmıştır. Ancak, bundan böyle TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi sürecinde hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendirecektir. Bir diğer deyişle, enflasyonun hedefin belirgin olarak altında kalması, belirgin olarak üzerinde olması kadar önem taşıyacaktır. Ancak para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belirli bir süre gerektirdiğinden, para politikası bugünkü enflasyonun değil gelecekteki enflasyonun hedefle tutarlılığına odaklanacaktır. Bu bağlamda, dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmeyecek, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisi zamana yayılacaktır. Bir diğer ifadeyle, TCMB açısından önemli olan enflasyondaki geçici dalgalanmalardan ziyade uygulanan politikaların orta vadeli hedeflerle tutarlı olmasıdır. Söz konusu orta vadeli perspektif gözönüne alınarak, tahminler 2007 yılının ortasına kadar üretilmiştir.

Tüketici Fiyat Endeksi gibi kapsamlı bir endeksle ölçüldüğünden, enflasyonda para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar gözlenebilmektedir. Petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi unsurlar, enflasyonda zaman zaman dalgalanmalar yaratabilmektedir. Bütün bu unsurlara para politikasının enflasyonu etkileme derecesindeki belirsizlikler de eklenince, enflasyonun nokta hedefle birebir aynı olma olasılığının son derece düşük olduğu açıktır. İşte bu nedenle, öngörüler de nokta tahminden ziyade aralık olarak sunulmaktadır.

Yukarıdaki öngörü ve varsayımlar altında ve TCMB politika aracı olan kısa vadeli faizlerin yılın ilk aylarında yatay bir seyir izlediği ve sonrasında kademeli olarak aşağı indiği bir para politikası duruşunda, 2006 yılı sonunda enflasyonun yüzde 4,7 ile 6,3 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir (Grafik 6.2.1). Burada dikkat çekilmesi gereken nokta, söz konusu faiz politikasının bugünkü bilgiler ışığında orta vadeli hedeflerle tutarlı olarak

türetilmiş bir patika olduğu, kesinlikle TCMB tarafından verilmiş bir taahhüt niteliği taşımadığı ve ekonomik koşullar ile varsayımlar değiştiğinde bu patikanın da doğal olarak değişeceği.

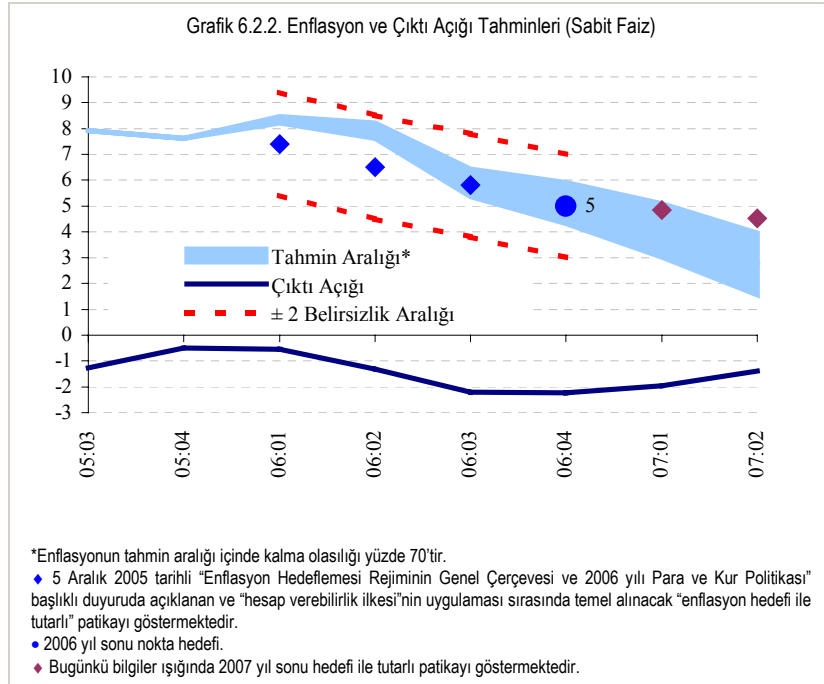


Sonuç olarak, bugünden bir buçuk yıla uzanan zaman diliminde yıllık enflasyonun düşmeye devam edeceği öngörülmektedir. Buna göre, 2006 yılının ilk çeyreğinde enflasyon yukarı doğru bir hareket gösterecek, ikinci çeyreğinde ise tekrar aşağı doğru yönelecektir. Üçüncü çeyrekte ise düşüş eğilimi belirginleşecek ve enflasyon yıl sonunda hedefe çok yakın gerçekleşecektir. Bugünkü bilgiler ışığında ve yukarıda sıralanan varsayımlar altında 2007 yılının ortasında enflasyonun yüzde 3 ile 5,5 arasında olacağı tahmin edilmektedir. Dikkat edilirse, enflasyon tahminlerinin hedefle tutarlılığı yukarıda değinilen orta vadeli yaklaşım dahilinde ele alınmakta ve para politikasına ilişkin yapılan varsayım da bu çerçeveyi yansıtmaktadır.

Grafik 6.2.1'de aynı zamanda enflasyon öngörüsünün arkasında yatan çıktı açığı tahminleri de verilmektedir. Bu senaryo altında, çıktı açığının 2006 yılı boyunca negatif kalmaya devam etmekle beraber sifıra yakın gerçekleşeceği öngörülmektedir (çıktı açığının negatif olması toplam talep düzeyinin enflasyon üzerinde baskı yaratmadığı anlamına gelmektedir). Üretilen tahminlere göre, yurt içi nihai talep istikrarlı olarak artmaya devam

ederken, görelî fiyat farklılaşmasına dayalı olarak net ihracatın yurt içi katma değere yaptığı katkının sınırlı kalacağı ve toplam talebin yurt içi bileşeninin enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkının sınırlı da olsa devam edeceği öngörülmektedir.

Grafik 6.2.2. de sunulan tahminler ise, yukarıda çerçevesi çizilen mevcut durum saptaması ve diğer varsayımların aynı şekilde korunduğu, ancak, kısa vadeli faizlerin 2006 yılı sonuna kadar yüzde 13,5 düzeyinde sabit tutulduğu bir ana senaryo altında oluşturulmuştur. Sabit faiz senaryosunda orta vadeli yaklaşım gözetime, para politikası tamamen mekanik bir varsayım olarak ele alınmaktadır. Böylesi bir durumda enflasyondaki düşüşün bir önceki senaryoya kıyasla daha hızlı olacağı ve enflasyonun 2006 yılı sonunda yüzde 4,2 ile 5,8 aralığında, 2007 yılı ortasında ise yüzde 1,5 ile yüzde 4 aralığında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, sabit faiz varsayımı altında enflasyon 2007 yılının ortası itibarıyla orta vadeli hedeflerle tutarlı patikanın altında kalmaktadır. Yine aynı senaryo altında, çıktı açığı 2006 yılının ikinci çeyreğinden itibaren belirgin bir şekilde negatif olmakta ve toplam talep potansiyel üretimin altında kalmaktadır.



Vurgulanması gereken bir diğer önemli husus, nokta tahminlerin bugünkü bilgi seti ışığında üretildiğidir. Tahminlerin arkasında yatan bütün

varsayımların zaman içinde değişme ihtimalinin olduğu ve böyle bir durumda doğal olarak hem tahminlerin hem de para politikasının geleceğe yönelik duruşunun değişeceği unutulmamalıdır. Örneğin, gıda fiyatlarındaki oynaklıklar, dolaylı vergi ayarlamaları veya yukarıda sıralanan diğer varsayımları etkileyebilecek herhangi bir gelişme tahminlerin gözden geçirilmesine neden olacaktır.

6.3. Risk Unsurları

Önümüzdeki dönemde tahminlerin belirgin olarak sapmasına yol açabilecek temel risklerin genelde dış kaynaklı olacağı düşünülmektedir. Bu risklerin birincisi petrol fiyatlarındaki yüksek artışların devam etme olasılığıdır. Petrol fiyatları konusunda yapılan tahminler sık sık değişmekte ve tutarlı bir görünüm arz etmemektedir. Bu nedenle TCMB, petrol fiyat artışlarının devam etme olasılığını temel risk unsurları arasında değerlendirmektedir. Petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkileri birincil ve ikincil etkiler olarak ikiye ayrılabilir. Birincil etkiler, petrol fiyatlarının yoğun olarak girdi niteliği taşıdığı mal ve hizmetlerde görülmektedir. Özellikle ulaştırma ve konut grubunun bazı alt kalemlerinde kendini gösteren birincil etkiler, 2005 yılında enflasyona olumsuz katkıda bulunmuştur. Petrole duyarlı alt kalemlerin enflasyona katkısı yıl içinde 1,5 puana kadar çıkmakla birlikte, toplam etki, petrol fiyatlarının yılın son döneminde gevşemesiyle beraber 1 puan civarına düşmüştür.

İkincil etkiler ise daha çok görelî fiyatlar ve bekleyişler yoluyla ortaya çıkmaktadır. Örneğin, petrol fiyatlarındaki yükselişin genel TÜFE endeksini etkilemesi ve bu yolla enflasyon bekleyişlerinin yükselerek bu durumun fiyatlama davranışlarına ve ücretlere yansımaları ikincil etki olarak ifade edilebilir. Petrol fiyatlarının yükselmesi durumunda, bu yükselişin birincil etkilerine karşı merkez bankalarının tepki vermemeleri gerektiği genel kabul gören bir görüştür. Bu bağlamda, 2005 yılında petrol fiyatlarının enflasyona ikincil etkileri sınırlı kalmış ve dolayısıyla TCMB tepki vermemiştir. 2005 yılı boyunca enflasyonun 1,6 puan düşmesine rağmen 12 ay sonrası için enflasyon bekleyişlerinin yaklaşık 2,9 puan düşmesi ikincil etkilerin 2006 yılının başında da sınırlı kalmaya devam edeceğine işaret etmektedir.

Diğer yandan, petrol fiyatlarının mevcut düzeyinden çok daha yüksek seviyelere çıkması durumunda ise ikincil etkilerin ortaya çıkma olasılığı artacaktır. Örneğin önümüzdeki aylarda petrol fiyatlarının varil başına 100

ABD dolarına çıktığı ve 2006 yılı boyunca bu seviyenin devam ettiği bir senaryo altında, petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki birincil etkileri 3-4 puana ulaşabilecektir. Söz konusu durumun gerçekleşmesi halinde TCMB sadece olası ikincil etkilere tepki verecektir. Bir diğer deyişle, petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi durumunda TCMB 2006 sonunda hedeften sapmalara müsamaha gösterecek, diğer yandan ikincil etkileri önlemek, bekleyişleri denetim altında tutmak ve enflasyonu 2007 yılında yüzde 4'e indirmek amacıyla gerekli tepkiyi verecektir.

Önümüzdeki dönem tahminlerinde belirgin bir sapma potansiyeli oluşturan ikinci unsur, risk priminde oynaklığa yol açabilecek gelişmelerdir. Bölüm 6.1'in sonunda da açıklandığı gibi, risk primi içsel ve dışsal bir çok faktörden etkilenebilmektedir. 2006 yılında risk primini etkileyecek gelişmelerin temelde uluslararası likidite koşullarındaki olası dalgalanmalar gibi dışsal faktörlerden kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Son yıllarda gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak düşük düzeylere inmiş olması, global fonların özellikle Türkiye gibi istikrar yolunda önemli adımlar atan gelişmekte olan ülkelere yönelmesine sebep olmuştur. Bu eğilimlerin tersine dönmesi durumunda mali piyasalarda dalgalanmalar olabilecektir. Her ne kadar son dönem gelişmeleri 2006 yılında da bu eğilimin devam edebileceğine dair bir takım sinyaller içerse de, söz konusu yönden gelebilecek şoklar, içinde bulunduğumuz konjonktürde enflasyon üzerinde etkili olabilecektir. Böyle bir durumda, şokun geçici olarak algılanması halinde orta vadeli yaklaşım çerçevesinde hareket edilecek ve kısa vadede tepki verilmeyecektir. Diğer yandan, risk primindeki kalıcı bir artış, Yeni Türk lirasının kalıcı olarak değer kaybetmesine yol açarak enflasyon üzerinde baskı yaratabilecektir. Döviz kuru-enflasyon ilişkisi dalgalı kur rejiminde yavaşlamış olmakla beraber, bu dönemde kalıcı artışların etkileri tam olarak test edilmiş değildir. Dahası, TÜİK tarafından açıklanan yeni endeksle beraber enflasyonun döviz kurlarına olan duyarlılığı az da olsa artmış görünmektedir (Kutu 2.1). Sonuç olarak risk primindeki kalıcı bir hareket para politikasının tepki vermesini gerektirebilecektir.

2006 yılı enflasyon hedefine ulaşılabilmesi açısından üçüncü temel risk, yukarıda da ayrıntılı olarak değinilen hizmet enflasyonundaki katılıktır. Önümüzdeki dönemde hizmet fiyatlarındaki artışların kademeli olarak yavaşlayacağı tahmin edilse de, yine de hizmet grubu fiyat artışının 2006 yılı

enflasyonuna toplam katkısının hedefin yarısına yaklaşacağı öngörülmektedir. Böylesi bir durumda enflasyon hedefine ulaşılabilmesi için, önümüzdeki yıl mal grubu fiyat artışının yüzde 3-3,5 aralığında kalması gerekmektedir ki bu da maliyet faktörlerindeki gelişmelerin olumlu yönde seyretmesine bağlıdır.

Bunların dışında tarımsal ürünlerin fiyatlarındaki oynaklıklar, diğer enerji ve emtia fiyatları, dolaylı vergi ayarlamaları ve kamu tarafından kontrol edilen mal ve hizmet fiyatları para politikasının kontrolü dışında olduğundan, enflasyona bu yönden gelebilecek riskler her zaman mevcuttur. Burada önemli olan, enflasyonun hedeften uzaklaştığı dönemlerde TCMB'nin bunun nedenlerini şeffaf bir şekilde açıklayabilmesi ve enflasyonun tekrar hedefe yakınsama süresi ile bu konuda izlenecek para politikası konusunda kamuoyunu bilgilendirmesidir. Kuşkusuz, söz konusu süre şokların cinsine ve büyüklüğüne göre farklılaşabilecektir. Farklı şokların enflasyon üzerindeki etkileri zamana ve döneme bağlı olarak değişebildiğinden, hedeften belirgin olarak sapılması durumunda enflasyonun tekrar hedefe yakınsama süresi, şoklar gerçekleştikten ve kaynağı belirlendikten sonra açıklanacaktır.

KUTU 6.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ VE HESAP VEREBİLİRLİK

Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, 2006 yılı için, yüzde 5 yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası oluşturulmuş ve her iki yönde iki puan olmak üzere belirsizlik aralıkları tanımlanmıştır. Yıl sonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası ve etrafındaki belirsizlik aralıkları Tablo 1'de verilmektedir. Bu aralıkların dışına çıkılması durumunda, hesap verebilirlik ilkesi dahilinde, Merkez Bankası bunun nedenlerini ve alınması gereken önlemleri ayrı bir raporla Hükümete sunacak ve bu raporu kamuoyu ile paylaşacaktır.

Kutu 6.1. Tablo 1. Yıl Sonu Hedefi İle Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı				
	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınır	9.4	8.5	7.8	7
Hedefle Tutarlı Patika	7.4	6.5	5.8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınır	5.4	4.5	3.8	3

Bu patika, aynı zamanda IMF ile yapılan program çerçevesinde, üçer aylık gözden geçirmelerde kullanılacak performans kriterlerine de baz oluşturmaktadır. Buna göre, bu aralıkların dışına çıkılması durumunda, söz konusu durum program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına geleceğinden, program esasları dahilinde alınması gereken önlemler açıklanacak ve IMF yetkilileri ile görüşmelerde bulunulacaktır. Böylece program şartlılığının olası bir ihlalinde kamuoyuna yapılacak olan açıklama IMF'ye de sunulacak ve bu konudaki şeffaflık tesis edilmiş olacaktır.

Bu noktada, açıklanan üç aylık enflasyon patikasının, para politikasının üç aylık dönemlere odaklanması anlamına gelmeyeceği vurgulanmalıdır. Merkez Bankası açısından orta vadede önemli olan enflasyonun kademeli olarak aşağı inerek bir yıl içinde yüzde 5, iki yıl içinde ise yüzde 4 civarına gelmesi ve belirli bir istikrara kavuşmasıdır. Belirsizlik aralığı ise, Merkez Bankası'nın para politikası duruşunu *orta vadeli* bir bakış açısıyla belirlemesine katkı sağlayacak bir unsur olmaktadır. Bu çerçevede, Merkez Bankası para politikasının duruşunu dışsal şokların neden olabileceği makroekonomik dalgalanmalardan ziyade enflasyonun orta vadeli eğilimini etkileyecek gelişmeler belirleyecektir.

Enflasyon tahminlerinin hedefle tutarlılığı yukarıda vurgulanan orta vadeli perspektif dahilinde ele alınmış ve bu Rapor'daki tahminler 2007 yılının ortasına kadar üretilmiştir. Buna göre, Raporun Orta Vadeli Öngörüler bölümünde sunulan Grafik 6.2.1'de de görüldüğü gibi, bugünkü bilgi seti ışığında üretilen enflasyon *tahmin aralığının* 2006 yılı boyunca *belirsizlik aralığının* içinde kalacağı öngörülmektedir.

GRAFİKLER

2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Grafik 2.1. Yıl Sonu Enflasyon Hedefi ve Yıllık TÜFE Enflasyonu	5
Grafik 2.2. Son Çeyrek Enflasyonuna Alt Kalem Katkıları	5
Grafik 2.3. Petrol Fiyatlarının TÜFE Üzerindeki Doğrudan ve Dolaylı Etkileri	7
Grafik 2.4. Tütün Ürünleri Fiyat Artışlarının TÜFE Enflasyonuna Katkısı	8
Grafik 2.5. Mal ve Hizmet Gruplarının Yıllık TÜFE Enflasyonuna Katkıları	8
Grafik 2.6. Mal Grubu Fiyatları	9
Grafik 2.7. TÜFE ve Alt Kalemleri	10
Grafik 2.8. Yıllık TÜFE Enflasyonuna Alt Kalem Katkıları	11
Grafik 2.9. TÜFE ve Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (F ve G)	12
Grafik 2.10. ÜFE ve Petrol Ürünleri Hariç İmalat Sanayi Fiyatları	12
Grafik 2.11. Gelecek 12 Aylık Dönemdeki TÜFE Beklentisi	13
Kutu 2.1. Grafik 1. TÜFE, ÖKTG-E ve ÖKTG-E*	16
Kutu 2.2. Grafik 1. Döviz Kurundan Tüketici Enflasyonuna Geçiş Etkisi	18
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	
Grafik 3.1.1. GSYİH ve Toplam Nihai Yurt İçi Talep	21
Grafik 3.1.2. Mobilya Sektöründe Emek Kullanımı ve Görelî Fiyat	23
Grafik 3.1.3. Çıktı Açığı	25
Grafik 3.1.4. Tarım-Dışı İşsizlik Oranı ve Tarım-Dışı İstihdam	26
Grafik 3.1.5. TCMB İYA Kredi Faiz Oranı Beklentisi ve Yatırım Harcaması Eğilimi	27
Grafik 3.2.1. Cari İşlemler Dengesi / GSMH	28
Grafik 3.2.2. İthalat ve İhracat	29
Grafik 3.3.1. Özel İmalat Sanayiinde Birim Reel Ücret Endeksi	31
Kutu 3.1. Grafik 1. İmalat Sanayiinde Kısmi Emek Verimliliği	33
4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	
Grafik 4.1.1. Hazine İhaleleri Reel Faiz Oranı ve Getiri Farkı	35
Grafik 4.1.2. Faiz Oranlarındaki Gelişmeler	36
Grafik 4.1.3. Getiri Eğrileri	37
Grafik 4.1.4. Döviz Kuru Gelişmeleri	38
Grafik 4.1.5. Yabancı Bankaların YTL Cinsinden İhraç Ettikleri Tahviller	39
Grafik 4.1.6. Varlık Dolarizasyon Endeksi	39
Grafik 4.2.1. Reel Sektöre Açılan Krediler/GSMH	41
Grafik 4.2.2. Tüketici Kredileri ve Tüketim Malı İthalatı	42
5. KAMU MALİYESİ	
Grafik 5.2.1. Kamu Sektörü Borç Stoku Göstergeleri	49
Grafik 5.2.2. İç Borç Stokunun Reel Faiz Oranı ve Toplam Borç Stokunun Yapısı	50
6. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Grafik 6.2.1. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	57
Grafik 6.2.2. Enflasyon ve Çıktı Açığı Tahminleri	58

TABLULAR

2. ENFLASYON GELİŞMELERİ	
Tablo 2.1. TÜFE İçinde Yer Alan Petrol Ürünleri Fiyatları	6
Tablo 2.2. Mal ve Hizmet Grubu Fiyatları	10
Tablo 2.3. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (2003=100)	11
Kutu 2.1. Tablo 1. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	15
Kutu 2.2. Tablo 1. Kurlan Tüketici Fiyatlarına Geçişkenlik-Özet Tablo	19
3. ARZ VE TALEP GELİŞMELERİ	
Tablo 3.1.1. Harcamalar Yoluyla GSYİH Gelişmeleri	22
Tablo 3.3.1. İmalat Sanayiinde İstihdam, Reel Ücret ve Verimlilik Gelişmeleri	30
Tablo 3.3.2. Hammadde Fiyatlarına İlişkin Göstergeler	32
4. MALİ PİYASALARDAKİ GELİŞMELER	
Tablo 4.2.1 Tüketici Kredilerinin ve Kredi Kartlarından Alacakların Gelişimi	42
5. KAMU MALİYESİ	
Tablo 5.1.1. Konsolide Bütçe Büyüklükleri	46
Tablo 5.2.1. Konsolide Bütçe Nakit Açığının Finansmanı	48
Kutu 5.1. Tablo 1. IMF ile Yürütülen Program Çerçevesinde Öngörülen Taahhütler	51
6. ORTA VADELİ ÖNGÖRÜLER	
Kutu 6.1. Tablo 1. Yıl Sonu Hedefi İle Tutarlı Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı	62

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IFS	Uluslararası Finansal İstatistikler
IMF	Uluslararası Para Fonu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İYA	İktisadi Yönelim Anketi
KDV	Katma Değer Vergisi
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
MBÖTE	Merkez Bankası Özel Tüketim Endeksi
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Organizasyonu
ÖKTG	Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri
TEFE	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TİM	Türkiye İhracatçılar Meclisi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜPRAŞ	Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
TÜRK TELEKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
YTL	Yeni Türk lirası